

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění podniku vybranými metodami a jejich komparace
Company valuation by selected methods and their comparison

Student:	Bc. Lucie Sikorová
Vedoucí diplomové práce:	prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2011

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně příloh, vypracovala samostatně.“

V Ostravě dne 26. dubna 2011

.....
podpis

„Ráda bych poděkovala vedoucí diplomové práce prof. Dr. Ing. Daně Dluhošové za odbornou, teoretickou a praktickou pomoc, a čas, který mi při zpracování diplomové práce věnovala. Dále děkuji paní Ivaně Hladíkové za vstřícnou spolupráci.“

Obsah

1	Úvod	6
2	Přístupy a metody oceňování podniku	8
2.1	Vymezení podniku	8
2.2	Kategorie hodnoty	9
2.3	Postup oceňování	11
2.3.1	Sběr vstupních dat	11
2.4	Strategická analýza	12
2.5	Finanční analýza	14
2.5.1	Zdroje informací pro finanční analýzu	14
2.5.2	Metody finanční analýzy	15
2.5.3	Horizontální a vertikální analýza	16
2.5.4	Analýza poměrových ukazatelů	16
2.5.4.1	Ukazatele finanční stability a zadluženosti	16
2.5.4.2	Ukazatele rentability	18
2.5.4.3	Ukazatele likvidity	19
2.5.4.4	Ukazatele aktivity	20
2.6	Finanční plán	22
2.7	Metody oceňování podniků	22
2.7.1	Výnosové metody	23
2.7.1.1	Metody diskontovaných peněžních toků	23
2.7.1.2	Metoda kapitalizovaných zisků	25
2.7.1.3	Metoda ekonomické přidané hodnoty	27
2.7.2	Majetkové metody	29
2.7.2.1	Účetní metoda	29
2.7.2.2	Substanční metoda	29
2.7.2.3	Metoda likvidační hodnoty	30
2.7.3	Komparativní metody	30
2.7.4	Kombinované metody	31
2.7.5	Fázové metody	32
2.7.5.1	Jednofázová metoda	32
2.7.5.2	Dvoufázová metoda	33
2.7.5.3	Vícefázové metody	34
2.7.6	Vymezení volných finančních toků	34
2.7.7	Náklady kapitálu	35
2.7.7.1	Náklady na celkový kapitál	36
2.7.7.2	Náklady na cizí kapitál	36

2.7.7.3	Náklady na vlastní kapitál	37
2.8	Analýza citlivosti	41
3	Charakteristika podniku	42
3.1	Profil společnosti a předmět podnikání	42
3.2	Strategická analýza	47
3.2.1	Analýza makroprostředí	47
3.2.2	Analýza mikroprostředí	52
3.2.3	SWOT analýza	56
3.3	Finanční analýza	58
3.3.1	Horizontální analýza	58
3.3.2	Vertikální analýza	59
3.3.3	Analýza poměrových ukazatelů	60
3.3.3.1	Ukazatele finanční stability a zadluženosti	60
3.3.3.2	Ukazatele rentability	62
3.3.3.3	Ukazatele likvidity	63
3.3.3.4	Ukazatele aktivity	64
4	Ocenění podniku vybranými metodami	66
4.1	Finanční plán	66
4.1.1	Prognóza tržeb do budoucna	66
4.1.2	Plánované výkazy	69
4.2	Ocenění společnosti výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků DCF-Entity 74	
4.2.1	Stanovení volných peněžních toků a nákladů kapitálu	75
4.2.2	Stanovení hodnoty společnosti metodou DCF-Entity	77
4.2.3	Analýza citlivosti při změně vstupních parametrů ve 2. fázi	78
4.2.4	Analýza citlivosti při změně vstupních parametrů v obou fázích	79
4.3	Ocenění společnosti výnosovou metodou kapitalizovaných zisků	80
4.3.1	Ocenění společnosti analytickou metodou	81
4.3.2	Analýza citlivosti při změně vstupních parametrů v druhé fázi	81
4.3.3	Analýza citlivosti při změně vstupních parametrů v obou fázích	82
4.3.4	Ocenění společnosti paušální metodou	83
5	Zhodnocení zjištěných hodnot	86
6	Závěr	88
	Seznam literatury	90
	Seznam použitých zkratk	
	Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	

1 Úvod

Mezi významné nástroje finančního řízení bezesporu patří ocenění podniku. Vyčíslení hodnoty společnosti je významným kritériem nejen při taktickém řízení firmy, ale je důležitým faktorem při rozhodování podnikového managementu v otázkách dlouhodobých strategií podniku. Hodnota podniku je výrazně ovlivněna nejen metodami použitými při jejím stanovení, ale také časovým horizontem, rozsahem a kvalitou údajů, které má oceňovatel k dispozici. Důležitým faktorem při vyčíslení hodnoty je také důvod ocenění podniku. Mezi nejčastější důvody patří koupě či prodej podniku, rozdělení či fúze podniků, uvádění podniku na burzu, získání bankovního úvěru, a další.

Cílem diplomové práce je ocenění expresní zásilkové společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o. výnosovými metodami a jejich komparace. Důvodem ocenění je zjištění hodnoty společnosti pro případ prodeje, kdy inspirací této úvahy byl prodej „sesterské“ společnosti TNT Post ČR s. r. o. Vedení společnosti prodej TNT Express neplánuje, hodnota je tedy vyčíslena pouze z informativních důvodů. Hodnota společnosti je vyčíslena ke dni ocenění 1. leden 2010.

Diplomová práce je koncipována, vedle úvodu a závěru, do čtyř částí. První část bude věnována teoretickému vymezení podniku a kategorií hodnot. Stručně bude nastíněn postup oceňování, a význam a podoba strategické analýzy. Obsahem bude také teoretický popis finanční analýzy, která umožňuje zhodnocení finančního zdraví podniku. Následovat bude popis metod oceňování a význam citlivostní analýzy.

Obsahem druhé části bude charakteristika oceňovaného podniku. Součástí bude profil společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o., stručně bude popsán vývoj odvětví, ve kterém podnik působí, i historie podniku. Bude provedena strategická analýza, a to základních makroekonomických ukazatelů a faktorů mikroprostředí. Součástí bude také finanční analýza oceňovaného podniku, která bude zahrnovat horizontální a vertikální analýzu účetních údajů a analýzu poměrových ukazatelů.

Náplní třetí části bude samotné ocenění společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o. K vyčíslení hodnoty budou použity výnosové metody, k jejíž aplikaci bude nutné zpracovat finanční plán. Z metod diskontovaných peněžních toků bude aplikována metoda DCF-Entity, při jejímž výpočtu budou stanoveny volné peněžní toky a stavebnicovou

metodou (pomocí rizikových přírážek) náklady kapitálu, potřebné k vyčíslení hodnoty podniku. V případě metody kapitalizovaných zisků bude hodnota společnosti zjišťována oběma variantami, tedy aplikací analytické i paušální metody. Současně bude u obou metod provedena analýza citlivosti změny výsledných hodnot při změně vstupních parametrů.

Čtvrtá, poslední, část je věnována zhodnocení zjištěných hodnot společnosti, a jejich vzájemnému porovnání.

2 Přístupy a metody oceňování podniku

Kapitola je věnována definici podniku, vymezení kategorií hodnoty, a samotnému postupu oceňování. Součástí je také teoretické vymezení finanční a strategické analýzy, finanční plán podniku a charakteristiky metod ocenění podniku.

2.1 Vymezení podniku

Dle obchodního zákoníku, jehož definice má pro oceňovatele největší význam, je **podnik definován** jako:

„... soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“¹

Jinou z možných definicí podniku je jeho vymezení jako jedinečného, méně likvidního aktiva. Při jeho oceňování je však nutné brát v úvahu i rozsah všech jeho závazků, a rovněž je nutné na podnik nahlížet, z ekonomického hlediska, jako na funkční celek. Subjekt je rovněž považován za podnik tehdy, plní-li svůj základní účel, kterým je dosahování zisku. Pro podnik, jako případný předmět směny, existují velmi málo účinné trhy.

Podnik je možné ocenit na dvou hladinách. Na hladině hodnoty brutto je stanovena hodnota podniku jako celku. Zahrnuje hodnotu pro vlastníky i pro věřitele. Na hladině hodnoty netto je podnik oceňován pouze na úrovni vlastníků podniku.

Podnik bývá často oceňován na základě požadavku objednatele, kterým může být mimo jiné například soud či státní orgán, v obvyklé ceně k určitému datu. Obvyklou cenou, kterou je majetek oceňován, se rozumí cena, které by bylo dosaženo při prodeji stejného, popřípadě obdobného majetku v obvyklém obchodním styku v tuzemsku ke dni ocenění, kdy jsou současně zvažovány všechny okolnosti mající vliv na cenu. Na cenu však nemají vliv mimořádné okolnosti trhu, jako jsou tísně prodávajícího, kupujícího, či důsledky přírodních kalamit, rovněž nemají vliv osobní poměry, tedy vztahy majetkové, rodinné nebo jiné osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím, a není do ceny začleněn ani vliv zvláštní oblíbenosti, kterou se rozumí zvláštní hodnota přikládána majetku vyplývající z osobního vztahu k nim. Obvyklá (rovnovážná) cena vzniká na základě interakce nabídky a poptávky, při současném

¹ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník

působení preferencí a subjektivních užitek, které danému aktivu v daném místě a daném čase tvůrci trhu přiřazují, a to s ohledem na své spotřební a investiční příležitosti.

Oceněním získávají vlastníci a věřitelé informace o hodnotě dané firmy. V rámci ohodnocení je zjišťována peněžní hodnota daného aktiva, která by byla vynaložena, pokud by chtěl subjekt toto aktivum získat nebo s ním nakládat.

Hodnota společnosti je dána očekávanými budoucími příjmy vyjádřenými jejich současnou hodnotou. Protože je však předpokládáno neomezené trvání podniku, a tudíž není možné budoucí příjmy v tak dlouhém časovém horizontu přesně odhadnout, jsou příjmy vyjádřeny pouze jako odhad. V rámci oceňování je zohledňována pouze prognóza, která se jeví jako nejvíce věrohodná budoucí situaci. Hodnotou se tedy rozumí odhad pravděpodobné ceny daného aktiva.

Mezi nejčastější důvody ocenění podniku patří koupě a prodej podniku, či vklad do nově zakládaného podniku. Dalšími důvody může být fúze, rozdělení podniků nebo nabídka k převzetí podniku. Rovněž může být podnik oceněn z důvodu poskytování úvěrů, emise akcií, uvádění podniku na burzu, a další.

2.2 Kategorie hodnoty

K oceňování jsou používány základní přístupy, které vycházejí z praktických otázek. Jednou z nich může být, kolik je běžný zájemce ochoten za podnik zaplatit, a tedy jaké je tržní ocenění podniku. Další otázkou pak, jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího. Či případně, jakou hodnotu lze považovat za nespornou. Mezi základní přístupy k oceňování podniku patří tyto následující.

Tržní hodnota

Tržní hodnota představuje odhad ceny, která by byla dosažitelná na trhu k určitému datu ocenění, a to po dohodě mezi kupujícím a prodávajícím. Tyto subjekty sledují racionální cíle a nejednají pod nátlakem. Po dostatečném marketingovém zpracování trhu jsou subjekty dostatečně informovány, a je zajištěna přiměřená konkurence, bez ohledu na individuální vlivy a okolnosti na straně kupujícího a prodávajícího. Tržní hodnota vyjadřuje spíše trhem uznávanou použitelnost podniku, nikoli jeho fyzický stav. Hodnotou je vyjádřeno určité průměrné očekávání trhu ohledně budoucnosti, a je využívána v případě uvádění podniku na burzu či při prodeji podniku, není-li znám konkrétní kupující.

Subjektivní hodnota

Vyčíslením subjektivní hodnoty lze zodpovědět, jakou hodnotu má podnik mít z hlediska konkrétního kupujícího, neboť prioritou v rámci subjektivní hodnoty je individuální názor účastníků transakce. Rozhodujícími faktory pro stanovení hodnoty jsou očekávané užítky z majetku pro daný subjekt, kterým může být prodávající, kupující, současný vlastník, atp. Tyto subjekty mají své určité investiční cíle. Subjektivní hodnoty je využito například tehdy, chce-li subjekt při nákupu nebo prodeji podniku zjistit, zda je pro něj transakce výhodná.

Objektivizovaná hodnota

Na rozdíl od tržní hodnoty je ocenění prostřednictvím objektivizované hodnoty založeno na nesporných faktech a na současnosti. Hodnota by měla být postavena v co nejvyšší míře na všeobecně uznávaných datech, a při výpočtu by měly být dodrženy určité požadavky a zásady. Nejčastěji je objektivizovaná hodnota využívána při poskytování úvěru, nebo při zjišťování současné reálné bonity v podniku.

Kolínská škola

Reálným východiskem pro ocenění podniků je subjektivní ocenění. Při nákupu a prodeji podniku je východiskem subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího na jedné straně, a subjektivní hodnota konkrétního kupujícího na straně druhé.

Kolínská škola zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovat v závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků.²

V rámci Kolínské školy je rozeznáváno několik základních funkcí oceňování a funkcí oceňovatele, a to:

- poradenská funkce, v rámci které jsou stanoveny hraniční hodnoty vymezující prostor pro vlastní cenové jednání. Je stanovena maximální cena, kterou může ještě kupující zaplatit, a minimální cena, kterou může ještě prodávající přijmout, aniž by oba byli ztrátní,
- rozhodčí funkce, kdy by měl oceňovatel odhadnout hraniční hodnoty účastníků transakce a nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí,

² Mařík, M.: Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy, Praha: Ekopress, 2007, s. 30.

- argumentační funkce slouží jako podklad pro jednání, kdy oceňovatel hledá argumenty pro zlepšení pozic dané strany,
- komunikační funkce, v rámci které oceňovatel poskytuje podklady pro komunikaci s veřejností, zejména pro komunikaci s bankami a investory,
- daňová funkce, která spočívá v poskytování podkladů daňovým účelům.

2.3 Postup oceňování

Před zahájením oceňování je nezbytné stanovit důvod, z jakého bude podnik oceňován, a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Poté lze ocenění podniku rozdělit do jednotlivých, na sebe navazujících, fází. První fáze je představována sběrem vstupních dat. Ta je doplňována druhou fází, která spočívá v analýze těchto dat. Její součástí je například strategická či finanční analýza. Další fáze spočívá v sestavení finančního plánu. V rámci poslední fáze dochází k samotnému ocenění podniku.

2.3.1 Sběr vstupních dat

Při sběru vstupních dat jsou shromažďovány informace, které je pro přehlednost vhodné rozdělit do určitých skupin.

Základní data o podniku jsou data identifikující podnik. Je znám název, právní forma či identifikační číslo oceňovaného podniku. Definován je předmět podnikání společnosti, známy jsou majetkové podíly podniku i jeho základní řídicí struktura. Zahrnuty mohou být také informace o historii podniku.

Účetní výkazy za poslední sledovaná období, výroční zprávy a zprávy auditorů jsou součástí **ekonomických dat**. Zahrnuty mohou být i podnikové plány, pokud existují.

Data **relevantního trhu** spočívají ve vymezení trhu, na kterém oceňovaný podnik působí. Velikost trhu a jeho vývoj je vymezen časovými řadami, vyjádřenými v korunách a pomocí hmotných jednotek. Trh je segmentován a jsou uvedeny faktory atraktivity relevantního trhu. Užitečné jsou rovněž faktory vývoje trhu.

Důležité je seskupení informací o hlavních přímých konkurentech, údaje o jejich produktech jako možných substitutech k produktům oceňovaného podniku. Při zkoumání **konkurenční struktury relevantního trhu** jsou také sledovány bariéry vstupu do odvětví. Významný je také poměr sil oceňovaného podniku k dodavatelům a odběratelům.

Rovněž jsou shromažďována data o **odbytu a marketingu**. V rámci struktury odbytu jsou v časových řadách sledována data z hlediska struktury výrobků, struktury odběratelů a data územní struktury. Součástí jsou informace o hlavních produktech a jejich hodnocení.

Produkty jsou srovnávány s konkurencí, stejně jako jejich ceny. Důležité jsou informace o cenách a cenové politice podniku. Zkoumány jsou hlavní odbytové cesty. V současnosti hraje důležitou roli také reklama.

V oblasti **výroby a dodavatelů** jsou sledována data o řízení kvality, charakter samotné výroby, úroveň využívaných technologií. Je zjišťováno, v jaké míře jsou využívány kapacity a jaký je stav dlouhodobého majetku. Rovněž jsou zkoumány investice prováděné v minulosti, či investiční plány do budoucna. Prozkoumána je také struktura dodávek a dodavatelů, logistika, stav a struktura zásob.

Poslední skupinu sbíraných dat tvoří údaje o struktuře **pracovníků**, jejich kvalifikace nutná k provozu podniku. Zjišťována je situace na trhu práce, atmosféra na pracovištích, ale také nálady mezi zaměstnanci a jejich ztotožnění se s podnikem. Sledována je produktivita práce či personální náklady.

2.4 Strategická analýza

Data a informace, shromážděná v předcházející fázi, je nutné analyzovat. Strategická analýza představuje jednu z hlavních fází procesu oceňování podniku. Její důležitost spočívá ve stanovení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku, jež je závislý na vnějším a vnitřním prostředí, kterým je podnik obkloповán. Podnik je v rámci makroekonomického prostředí ovlivňován politickým, ekonomickým, sociálním a technologickým prostředím.

Samotná výkonnost podniku je výrazně ovlivňována vývojem jednotlivých parametrů makroekonomického prostředí, proto je nutné v rámci strategické analýzy provést **analýzu makroprostředí**. Na jednotlivé podniky mohou mít vliv různé makroekonomické indikátory, je proto důležité si uvědomit, které z nich mají vliv na oceňovaný podnik, a které proto sledovat v procesu oceňování. Mezi základní indikátory patří tempo růstu hrubého domácího produktu, vývoj inflace, fiskální politika státu, vývoj úrokových sazeb, vývoj devizových kurzů, vývoj peněžní nabídky, či ekonomické a politické šoky.

Hrubým domácím produktem je měřen reálný výstup ekonomiky. V dlouhodobém a střednědobém horizontu byl prokázán vztah mezi změnou hrubého domácího produktu a změnou akciových kurzů. Tyto kurzy, vyjádřené pomocí globálního indexu, jsou považovány za spolehlivé indikátory vývoje hospodářského cyklu, neboť vývoj reálné ekonomiky předbíhají až o několik měsíců.

Ceny vstupů a výstupů podniku jsou ovlivněny inflací v ekonomice. Snahou každého podniku je na její vývoj pružně reagovat.

V rámci fiskální politiky státu má na podnik největší vliv vývoj daňového zatížení právnických a fyzických osob. Toto daňové zatížení ovlivňuje výši disponibilního důchodu investorů, čímž je ovlivňována samotná poptávka. Rovněž je důležité, jak jsou prostředky, které stát prostřednictvím daní získá, alokovány.

Mezi vývojem úrokových sazeb a vývojem kurzu akcií existuje inverzní vztah. To znamená, že pokud úrokové sazby rostou (klesají), kurzy akcií naopak klesají (rostou).

Podnik je ovlivňován také šoky v ekonomickém a politickém prostředí. Může být negativně ovlivněn demisí vlády, samotnými volebními výsledky, atp.

Zvlášť lze vytyčit problematiku nezaměstnanosti, která představuje jeden z nejzávažnějších problémů ekonomiky. Při vysoké nezaměstnanosti dochází k mrhání zdroji, neboť v průběhu deprese (kdy je nezaměstnanost vysoká) nevyužívá ekonomika svých kapacit a nevytváří tolik, kolik je schopna (důchody rovněž nabývají nízkých hodnot).

V rámci **analýzy mikroprostředí** je stěžejním krokem vymezení odvětví, do kterého spadá hlavní činnost podnikání oceňovaného podniku. Klasifikační systém (odvětvová klasifikace ekonomických činností – OKEČ), používaná v rámci národního hospodářství v České republice od roku 1992, byla v roce 2008 nahrazena klasifikací CZ-NACE, podle níž jsou odvětví členěna.

Každé odvětví má své charakteristické znaky. Mezi základní patří způsob státní regulace, struktura odvětví a v neposlední řadě citlivost na změny hospodářského cyklu.

Dle citlivosti odvětví na vývoj hospodářského cyklu lze odvětví členit na cyklická (odvětví, která kopírují hospodářský cyklus, např. stavebnictví), neutrální (nereagují na vývoj hospodářského cyklu, jedná se například o výrobu potravin, léků, ale také prodej kávy, cigaret, alkoholu, tisku) a anticyklická (odvětví, jež v době recese dosahují nejlepších výsledků, např. televize, sázkové kanceláře či hrací automaty).

Jednotlivá odvětví mohou být regulována ze strany státu, a to například různými bariérami vstupu do odvětví (udělování licencí státem k povolení činnosti), regulovanými cenami (regulované nájemné, regulované ceny energií, a další), atp.

Dalším významným znakem odvětví je jeho struktura, která je ovlivňována dynamickými konkurenčními faktory, například:

- vstupem nových konkurentů,
- hrozbou nových výrobků nebo služeb,
- dohadovací schopností kupujících,

- soupeřením mezi existujícími konkurenty.

SWOT analýza, která je nedílnou součástí strategického plánování podniku, podává informace o silných (anglicky **strenghts**) a slabých (anglicky **weaknesses**) stránkách podniku. Napomáhá analyzovat příležitosti (anglicky **opportunities**) a hrozby (anglicky **threats**) existující na trhu, kde oceňovaný podnik působí. SWOT analýzou je komplexně vyhodnoceno fungování firmy a je využívána k nalézání problémů nebo nových možností růstu podniku. Prostřednictvím vzájemného působení silných a slabých stránek, proti příležitostem a hrozbám, jsou získávány nové informace, které charakterizují a hodnotí úroveň jejich vzájemného střetu.

2.5 Finanční analýza

Hlavním úkolem finanční analýzy je pokud možno komplexně posoudit úroveň současné finanční situace podniku (finanční zdraví), posoudit vyhlídky na finanční situaci podniku v budoucnosti a připravit opatření ke zlepšení ekonomické situace podniku, zajištění další prosperity podniku, k přípravě a zkvalitnění rozhodovacích procesů.³

Na finanční analýzu má vliv objem a kvalita výroby, úroveň marketingové a obchodní činnosti a řada dalších podnikových činností, jako například inovační aktivita. Finanční analýza tak podává přehled o úrovni všech podnikových aktivit. Na finanční situaci tak lze nahlížet jako na komplexní vícekriteriální model skládající se z mnoha dílčích charakteristik a jejich vazeb.

V rámci finanční analýzy lze hovořit o třech, na sebe navazujících, postupných fázích. První je diagnóza základních charakteristik finanční situace daného podniku. Druhou pak hlubší rozbor jednotlivých příčin zjištěného stavu, a následuje identifikace hlavních faktorů, které mají stěžejní vliv na nežádoucí vývoj, včetně návrhu opatření.

Podkladem k provedení finanční analýzy jsou finanční údaje, jakožto důležité zdroje informací o podniku, neboť odrážejí úroveň podniku i jeho konkurenceschopnost.

2.5.1 Zdroje informací pro finanční analýzu

Jedním z hlavních zdrojů informací jsou **výkazy finančního účetnictví** podniku. Výkazy jsou nazývány rovněž externí, neboť poskytují informace hlavně externím uživatelům. Jsou tvořeny rozvahou (jež podává přehled o stavu, struktuře majetku a zdrojích

³ Dluhošová, D.: Finanční řízení a rozhodování podniku, Praha: Ekopress, 2008, s. 68.

krytí), výkazem zisku a ztráty (podávající informace o tvorbě a užití výsledku hospodaření), a výkazem cash flow (zaznamenávající pohyb peněžních toků).

Dle svých potřeb podniky vytváří **výkazy vnitropodnikového účetnictví**. Jsou to výkazy zachycující, v nejrůznějším členění, vynakládání podnikových nákladů (druhové, kalkulační), dále výkazy o spotřebě nákladů v jednotlivých střediscích nebo o jejich spotřebě na jednotlivé výkony. Nepředstavují veřejně dostupné informace.

V členění relevantních informací jsou **finanční informace** získávány z účetních výkazů a výročních zpráv, prognóz finančních analytiků, zpráv o vývoji měnových relací a úrokových měr. Užitečné jsou rovněž vnitropodnikové a burzovní informace. **Kvantifikovatelné nefinanční informace** jsou obsaženy ve firemních statistikách produkce, odbytu či zaměstnanosti. Dále také v interních směrnících, normách spotřeby nebo v prospektech. Zprávy vedoucích pracovníků jednotlivých útvarů firmy, komentáře manažerů nebo odborného tisku podávají **nekvantifikovatelné informace**, stejně jako nezávislá hodnocení či prognózy.

2.5.2 Metody finanční analýzy

Metody finanční analýzy jsou různě členěny, například na metody deterministické, matematicko-statistické. **Deterministické** metody jsou používány pro analýzu vývoje a odchylek pro menší počet období. Mezi tyto metody patří analýza trendů (horizontální analýza), analýza struktury (vertikální analýza), poměrová analýza, analýza soustav ukazatelů a analýza citlivosti. Naopak **matematicko-statistické** metody, využívány k posouzení determinantů a faktorů vývoje, k určení kauzálních závislostí a vazeb, vycházejí z údajů delších časových řad. Mezi tyto metody patří regresní analýza, diskriminační analýza, analýza rozptylu či testování statistických hypotéz (t-test, F-test).

Předpokladem **pyramidové** soustavy ukazatelů je existence určitého základního ukazatele, který je postupně rozkládán na jednotlivé dílčí vysvětlující ukazatele. Následně jsou rozkládány tyto dílčí ukazatele, přičemž rozklad dostává výsledný tvar pyramidy. Mezi jednotlivými ukazateli soustavy existují funkční závislosti, což umožňuje kvantitativně hodnotit, jaký vliv na vrcholný ukazatel mají dílčí ukazatele. Závislosti mají formu matematických rovnic.

Paralelní soustava je tvořena skupinami ukazatelů. Ty jsou rozčleněny dle jejich příbuznosti a interpretace. Nevýhodou soustavy je nemožnost dosažení matematicky exaktního systému ukazatelů a popisu vazeb. Konstrukce soustavy z ukazatelů známých a dobře interpretovatelných je naopak výhodou soustavy.

Mezi nejčastěji používané patří horizontální a vertikální analýza, a poměrová analýza.

2.5.3 Horizontální a vertikální analýza

Ke zpracování horizontální a vertikální analýzy jsou využívány hodnoty absolutních ukazatelů. Ty však nelze použít pro mezipodnikové srovnání, ale pouze ke srovnání vývoje daných absolutních ukazatelů v čase v rámci podniku, kdy je sledován růst či pokles v následujících obdobích. Oba způsoby umožňují vidět absolutní hodnoty z jednotlivých výkazů v určitých souvislostech. Vzorce horizontální analýzy, v rámci které jsou hodnoty ukazatele sledovány a srovnávány v čase, jsou následující.

$$\text{Absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t, \quad (2.1)$$

$$\text{relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}, \quad (2.2)$$

kde U_t představuje hodnotu ukazatele, t je běžný rok, $t - 1$ je rok předchozí.

V rámci vertikální analýzy, nebo také analýzy struktury, kdy jsou sledovány změny ve struktuře jednotlivých položek výkazů v čase, je zjišťován podíl dílčí položky na agregátní hodnotě.

$$\text{Podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.3)$$

kde U_i je hodnota dílčího ukazatele a $\sum U_i$ představuje velikost absolutního ukazatele.

2.5.4 Analýza poměrových ukazatelů

Finanční analýza se v rámci analýzy poměrových ukazatelů nejčastěji zabývá ukazateli finanční stability a zadluženosti, ukazateli rentability, ukazateli likvidity a ukazateli aktivity. Hodnoty poměrových ukazatelů jsou získávány z účetních výkazů, a jednotlivé absolutní hodnoty položek jsou vzájemně poměřovány.

2.5.4.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilitou je sledována struktura zdrojů financování, kdy je zkoumán vztah mezi podnikovými aktivy a zdroji jejich krytí, pasivy.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech

Ukazatel podává informace o tom, jak vysoká je finanční samostatnost podniku, neboť vyjadřuje, do jaké míry je podnik schopen krýt své prostředky z vlastních zdrojů. Čím vyšších hodnot ukazatel dosahuje, tím více je upevňována finanční stabilita podniku. Hodnota ukazatele by však neměla být neúměrně vysoká, neboť by mohlo dojít k poklesu výnosnosti vložených prostředků.

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}}. \quad (2.4)$$

Ukazatel celkové zadluženosti

Celková zadluženost vyjadřuje, do jaké míry je majetek podniku financován celkovými závazky. Trend ukazatele by měl být spíše klesající, neboť čím vyšších hodnot ukazatel dosahuje, tím vyšší je riziko věřitelů poskytujících své zdroje. A protože není nezbytné, aby podnik k financování své činnosti čerpal pouze vlastní zdroje, které jsou obecně dražším zdrojem financování, nemusí být zadluženost negativním rysem společnosti.

$$\text{Ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.5)$$

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu

Na daný ukazatel působí dva rozhodující faktory, a to fáze vývoje podniku, a vztah jeho vlastníků k riziku. Vyjadřuje, kolik Kč dluhu připadá na 1 Kč vlastního kapitálu. U stabilních společností by se hodnota ukazatele měla pohybovat v rozmezí 80 až 120 %, a trend by měl být klesající.

$$\text{Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.6)$$

Majetkový koeficient

Významným cílem finančního řízení je dosáhnout optimální zadluženosti, tedy dosáhnout optimálního poměru mezi vlastními a cizími zdroji financování. Vlastní zdroje představují dražší způsob financování, a proto by mohlo jejich přílišné využívání ke krytí potřeb podniku vést k jeho finančnímu zatěžování. U ukazatele, který je rovněž znám pod názvem *finanční páka*, je žádoucí dosahování stabilních, případně neklesajících hodnot ukazatele.

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}. \quad (2.7)$$

2.5.4.2 Ukazatele rentability

Podnik je rentabilní tehdy, je-li schopen vytvářet nové zdroje. Důležitá je pro něj zejména rentabilita vloženého kapitálu. Ta představuje poměr zisku a vloženého kapitálu. Protože je vložený kapitál používán v různých vyjádřeních, jsou rozlišovány i jednotlivé ukazatele rentability. Jedná se například o rentabilitu aktiv (*ROA*), rentabilitu vlastního kapitálu (*ROE*), či rentabilitu dlouhodobě investovaného kapitálu (*ROCE*). Rovněž poměřovaný zisk může být použit v různých podobách, například jako zisk před úhradou úroků a daní (*EBIT*), zisk před zdaněním (*EBT*), zisk po zdanění (*EAT*) nebo zisk po zdanění zvýšený o nákladové, případně zdaněné, úroky. Čím rentabilnější podnik je, tím je pro investory zajímavější.

Rentabilita aktiv - ROA

Ukazatel poměruje zisk a celková aktiva, u kterých není sledováno, z jakých zdrojů jsou financována. Není tedy rozhodující, zda jsou aktiva financována z vlastních či cizích zdrojů. Je žádoucí rostoucí trend ukazatele.

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} = \frac{EAT + úroky(1 - t)}{aktiva}, \quad (2.8)$$

kde *EBIT* je zisk před úhradou úroků a daní, *EAT* je zisk po zdanění, *t* sazba daně z příjmů.

Rentabilita vlastního kapitálu – ROE

Rentabilita vlastního kapitálu je významná především pro akcionáře, společníky a další investory, neboť vyjadřuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů. Ukazatel staví do vzájemného poměru zisk po zdanění a vlastní kapitál, a vyjadřuje tedy, kolik Kč čistého zisku připadá na 1 Kč investovaného kapitálu vlastníkem nebo akcionářem. Trend by měl být rostoucí.

$$ROE = \frac{EAT}{vlastní kapitál}, \quad (2.9)$$

kde *EAT* je zisk po zdanění.

Rentabilita tržeb - ROS

Do vzájemného poměru se dostává čistý zisk s tržbami, ukazatel vyjadřuje, jak velké množství zisku podnik vytvoří z 1 Kč tržeb. Stupeň či úroveň ukazatele vyjadřuje úroveň řízení společnosti. Jeho nízký stupeň může být náznakem chybného řízení podniku, střední úroveň může být důkazem dobré práce managementu, a vysoká úroveň svědčí o nadprůměrné úrovni podniku. Ukazatel by měl vykazovat rostoucí trend a je vhodný pro mezipodnikové srovnání.

$$ROS = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}}. \quad (2.10)$$

2.5.4.3 Ukazatele likvidity

Likvidita představuje schopnost podniku dostát svým závazkům a mít k dispozici dostatečné množství prostředků k provedení potřebných plateb. Má-li být podnik likvidní, musí mít část svých prostředků vázanou v oběžných aktivech. Nejlikvidnějším majetkem je krátkodobý finanční majetek, méně likvidnější pak pohledávky, a to z důvodu, že dlužník své závazky nemusí uhradit. Nejhuře likvidním majetkem jsou pro svou možnou neprodejnost zásoby. Likvidita je protichůdná s rentabilitou právě pro vázání části svých prostředků v oběžném majetku.

Ukazatel celkové likvidity

Do vzájemného poměru jsou dána oběžná aktiva a závazky, u nichž se předpokládá splatnost v blízké budoucnosti. Ukazatel by měl dosahovat hodnot v rozmezí od 1,5 do 2,5, trend by měl být stabilní. Je vhodný pro mezipodnikové srovnání, a rovněž by měl být posuzován jeho vývoj v čase.

$$\text{Ukazatel celkové likvidity} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{kr. závazky} + \text{bank. úvěry a výp.} - \text{dl. úvěry}}. \quad (2.11)$$

Ukazatel pohotové likvidity

V rámci ukazatele je poměřována pouze část oběžných aktiv, kterou představují pohotové prostředky podniku. Ty jsou tvořeny pokladní hotovostí, penězi na bankovních účtech či obchodovatelnými cennými papíry, a pohledávkami po korekci opravnou položkou k pohledávkám. Optimální hodnota se liší z hlediska oblasti podnikání, ve které oceňovaný podnik působí. Rovněž se může lišit v závislosti na strategii podniku, či jiných faktorech.

Hodnota ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí 1,0 až 1,5, kdy růst signalizuje předpokládané zlepšení platební a finanční situace podniku.

$$\text{Pohotov\'a likvidita} = \frac{\text{ob\text{e}žn\'a aktiva} - \text{z\'asoby}}{\text{kr. z\'avazky} + \text{bank. \text{u}v\text{e}ry a v\text{y}pomoci.} - \text{dl. \text{u}v\text{e}ry}}. \quad (2.12)$$

Ukazatel okamžit\'e likvidity

Ukazatel slouží pouze k dokreslení úrovně likvidity podniku, poněvadž je považován za poměrně nestabilní ukazatel. Pohotovými platebními prostředky se rozumí peníze na účtech, peníze v hotovosti a šeky, které jsou v ukazateli poměřovány ke krátkodobým závazkům. U ukazatele, který vyjadřuje, zda je podnik schopen okamžitě uhradit své krátkodobé závazky ze svých pohotových platebních prostředků, je žádoucí rostoucí trend.

$$\text{Okamžit\'a likvidita} = \frac{\text{pohotov\'e platebn\'i prostředky}}{\text{kr. z\'avazky} + \text{bank. \text{u}v\text{e}ry a v\text{y}pomoci.} - \text{dl. \text{u}v\text{e}ry}}. \quad (2.13)$$

Čistý pracovní kapitál - ČPK

ČPK je tvořen tou částí oběžného majetku, která je během roku přeměněna v pohotov\'e peněžní prostředky, které mohou být použity k uskutečnění záměrů firmy, jakmile jsou splaceny krátkodobé závazky. Tato část oběžného majetku je kryta dlouhodobými zdroji. Čistý znamená, že kapitál je finančně očištěn od povinnosti úhrady krátkodobých závazků v blízké budoucnosti. Tato část oběžných aktiv může být použita pouze k úhradě krátkodobých závazků. Pracovní vyjadřuje, že je majetek k dispozici. Je vhodný rostoucí trend ukazatele.

$$\text{ČPK} = \text{ob\text{e}žn\'a aktiva} - \text{krátkodobé z\'avazky}. \quad (2.14)$$

2.5.4.4 Ukazatele aktivity

Je sledována schopnost podniku, jak rychle umí využít svůj majetek, své prostředky, jak rychle umí „otočit peníze“. Ukazatele vyjadřují relativní vázanost kapitálu podniku v krátkodobých a dlouhodobých aktivech.

Obrátka celkových aktiv

Ukazatel vyjadřuje, jak intenzivně podnik využívá svůj majetek. Žádoucí je rostoucí trend ukazatele, neboť čím vyšší hodnoty dosahuje, tím efektivněji svůj majetek podnik využívá.

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.15)$$

Doba obratu aktiv

Ukazatel vyjadřuje dobu, za jak dlouho budou aktiva přeměněna na peněžní prostředky. Výrazný vliv má dynamika tržeb. Výhodnější je co nejkratší doba obratu aktiv, žádoucí je klesající trend.

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.16)$$

Doba obratu pohledávek

Z hlediska plánování peněžních toků je důležitý ukazatel doby obratu pohledávek. Ten ve dnech vyjadřuje, za jak dlouho jsou podniku v průměru placeny faktury. Počet těchto dnů by neměl být vyšší než počet dnů splatnosti. Přesahuje-li tuto dobu, podnik by měl prošetřit špatnou platební kázeň svých odběratelů. Počet dnů ukazatele by měl být co nejkratší.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.17)$$

Doba obratu závazků

Ukazatel udává platební morálku a disciplínu daného podniku vůči dodavatelům, neboť vyjadřuje počet dnů, za jak dlouho je podnik schopen splatit své závazky svým dodavatelům, kteří podniku poskytli obchodní úvěr. Trend ukazatele by měl být stabilní.

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.18)$$

Doba obratu zásob

Ukazatelem je vyjádřena úroveň běžného provozního řízení, kdy je žádoucí udržovat hodnotu na technicky a ekonomicky zdůvodněné výši. Pro podnik je výhodný klesající trend ukazatele.

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby \cdot 360}{tržby}. \quad (2.19)$$

2.6 Finanční plán

Nedílnou součástí strategické analýzy seskupených dat je finanční plán. Nejčastěji jsou finanční plány sestavovány jako roční plány, ačkoli může být délka období v různých případech odlišná. Finanční plány se kryjí s hlavními typy finančních výkazů podniků, a jsou tedy zejména tvořeny finančním plánem výkazu zisku a ztráty, finančním plánem rozvahy, a případně finančním plánem výkazu cash-flow. Samozřejmě i u finančního plánu platí vzájemná provázanost těchto výkazů, rovněž platí, že výkaz zisku a ztráty a výkaz cash-flow jsou vyjádřeny v tokových veličinách, kdežto rozvaha je zachycena ve veličinách stavových. Finanční plán představuje zásadní nástroj finančního řízení, a splňuje řadu důležitých úloh. Napomáhá manažerům kombinovat zdroje a aktivitu, definuje parametry pro řízení systémů, představuje jednoznačný popis o zdrojích a očekáváních organizace, či usnadňuje hodnocení manažerů a hospodářských jednotek.

Ačkoliv závisí rozsah a hloubka zpracování finančního plánu na účelu jeho tvorby a na typu podniku (velikost, organizační členitost, atp.), je možné se řídit následujícími postupnými kroky:

- stanovení výkonů a nákladů,
- potřeba jednorázových kapitálových vstupů (čistý pracovní kapitál a investice),
- určení zdrojů financování,
- vybilancování celého systému,
- kritériální zhodnocení finančního plánu,
- korekce, simulace a optimalizace finančního plánu.⁴

Finanční plány mohou být sestavovány také prostřednictvím dílčích plánů, které mohou vycházet z podílů na predikovaných tržbách. Jedná se zejména například o dílčí plán tržeb, plán provozní ziskové marže, plán čistého pracovního kapitálu, plán investic a plán financování.

2.7 Metody oceňování podniků

Významným kritériem při řízení podniku, a rovněž pro dlouhodobá strategická rozhodnutí managementu, je hodnota společnosti. Touto hodnotou podniku, označovanou

⁴ Zmeškal, Z.: Finanční modely, Praha: Ekopress, 2004, s. 18.

často také objektivizovanou hodnotou, je chápána částka, na kterou nemají vliv konkrétní okolnosti nákupu a prodeje. Jsou-li tyto konkrétní okolnosti (poptávka, nabídka, fáze vývoje ekonomiky strategie vyjednávání, psychologické faktory) zohledněny při stanovování hodnoty, jakožto částky zaplacené za podnik v daném čase a místě, nejedná se o hodnotu, nýbrž o cenu podniku. Tato cena by se měla pohybovat kolem hodnoty podniku.

Podnik je oceňován nejen z důvodu nákupu a prodeje, ale také pro vklad do nově zakládaného podniku, splynutí či rozdělení podniků, uvádění podniku na burzu a řady dalších důvodů. Pro stanovení metody ocenění podniku je důležité, za jakým účelem je podnik oceňován, jaké výsledné hodnoty ocenění má být dosaženo a z pohledu jakého subjektu je podnik oceňován (z pohledu vlastníků, věřitelů). Rovněž by měl být přesně vymezen objekt oceňování (jeho vstupy, výstupy, hranice oceňovaného systému).

Dle metodického členění existují výnosové metody, majetkové metody, komparativní metody a kombinované metody. Podnik může být oceněn za podmínek rizika, a to tehdy, pokud je hodnota stanovena z budoucích finančních toků, které jsou vnímány jako rizikové a nejisté. Je-li v budoucnu očekáván pasivní přístup a nejsou zohledňovány aktivní zásahy managementu, kapitál lze ocenit metodou upraveného nákladu kapitálu nebo metodou jistotních ekvivalentů. Jsou-li zohledňovány, a tedy oceňovány, aktivní zásahy managementu v budoucnu, lze uplatnit metodologii reálných opcí. Jednotlivé metody lze členit a charakterizovat následovně (jak uvádí Dana Dluhošová, 2008).

2.7.1 Výnosové metody

Výnosové metody jsou založeny na předpokladu, že hodnota statku (podniku) je dána očekávaným užitekem, který přináší jeho držiteli (vlastníku). Hodnota je ovlivněna definicí budoucích výnosů, volbou časového horizontu a stanovením nákladů kapitálu. Užitky se z hlediska podniku rozumí budoucí ekonomické efekty, kterými jsou zisk, dividendy či finanční toky. Hodnota celkového nebo vlastního kapitálu, stanovována výnosovými metodami, tak může být vyjadřována jako současná hodnota budoucích peněžních toků.

Mezi základní výnosové metody patří metody diskontovaných peněžních toků *DCF* (*Discounted Cash Flow*), metoda kapitalizovaných zisků a metoda ekonomické přidané hodnoty *EVA*.

2.7.1.1 Metody diskontovaných peněžních toků

Protože s rostoucím peněžním příjmem roste hodnota podniku, jsou metody diskontovaných peněžních toků založeny na odhadech budoucích volných peněžních toků, které plynou podniku z jeho podnikatelské činnosti. V rámci těchto metod dochází k několika

krokům. Nutné je správné vymezení budoucích peněžních toků. Následně jsou stanoveny náklady kapitálu, kterým jsou peněžní toky diskontovány. Posledním krokem je samotné stanovení hodnoty danou metodou ocenění.

Metody diskontovaných peněžních toků jsou tvořeny čtyřmi základními metodami. Ty jsou členěny dle toho, zda je oceňován celkový kapitál nebo vlastní kapitál, a dále dle toho jak jsou definovány finanční toky a náklad kapitálu. Jedná se o:

- metodu DCF-Entity,
- metodu DCF-Equity,
- metodu DDM (*Dividend Discount Model*), neboli dividendový diskontní model,
- metoda APV (*Adjusted Present Value*).

Nejčastěji využívány jsou metody DCF-Entity a DCF-Equity, v zemích s vyspělým a efektivním kapitálovým trhem je využíván také dividendový diskontní model DDM. Při analýze vlivu zadluženosti na hodnotu podniku je využívána metoda APV.

Metoda DCF-Entity

Metoda je využívána za účelem tržního ocenění celkového kapitálu. Ke stanovení je nutné vymezit volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele (FCFF) a náklad celkového kapitálu (WACC), kterým je volný peněžní tok diskontován. Vzorec pro stanovení hodnoty má následující podobu.

$$V = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.20)$$

kde V je hodnota kapitálu (celkového).

Metoda DCF-Equity

Na rozdíl od metody DCF-Entity, kdy je oceňován celkový kapitál, je metodou DCF-Equity oceňován vlastní kapitál. Je nutné opět stanovit volné peněžní toky, které se v tomto případě vztahují pouze k vlastnímu kapitálu (FCFE), a které plynou pouze vlastníkům podniku. K jejich diskontování musí být stanoven náklad vlastního kapitálu (R_E), a hodnotu lze vyjádřit jako perpetuitu následovně.

$$V = \frac{FCFE}{R_E}, \quad (2.21)$$

kde V je hodnota vlastního kapitálu.

Metoda DDM

Dividendový diskontní model je modifikací modelu DCF, kdy je opět oceňován pouze vlastní kapitál podniku, avšak volné peněžní toky, plynoucí pro vlastníky, jsou v tomto případě vyjádřeny pomocí dividendy. Hodnota je pak ovlivněna úrovní dividendy, očekávanou prodejní cenou akcie či očekávaným tempem růstu. Model je tedy využíván v podnicích dosahujících zisku, které stabilně vyplácejí dividendy. Metoda nabízí dvě možnosti výpočtu. Varianta s konstantními FCF má tvar

$$V = \frac{DIV}{R_E}, \quad (2.22)$$

a varianta s konstantně rostoucími FCF pak

$$V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.23)$$

kde DIV je dividendy, R_E náklad na vlastní kapitál, g očekávaná míra růstu dividend do nekonečna.

Metoda APV

Prostřednictvím metody APV je zjišťována hodnota celkového kapitálu. Postup je možné rozložit do dvou početních kroků. V rámci prvního kroku je výpočet prováděn na úrovni nezadlužené firmy, kdy jsou stanoveny její volné finanční toky ($FCFE_U$), a ty jsou diskontovány nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy (R_U). Ve druhém kroku dochází k přičtení současné hodnoty daňového štítu, kdy je daňový štít (TS) diskontován náklady dluhu (R_D). Tento součet představuje vyčíslení hodnoty celkového kapitálu, a tedy hodnotu podniku jako perpetuity je možné určit vztahem

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}. \quad (2.24)$$

2.7.1.2 Metoda kapitalizovaných zisků

Jedná se o metodu „netto“, neboli „equity“, neboť je touto metodou z výnosů počítána hodnota vlastního kapitálu pouze pro vlastníky. Podkladem k jejich stanovení jsou vnitropodnikové výkazy, a to rozvaha a výkaz zisku a ztráty. Pro stanovení jsou vhodné výkazy za období 3 až 5 let. Hodnota podniku je odvozována z tzv. trvale udržitelného zisku. Tím je chápán upravený účetní zisk. Mezi jeho úpravy patří například úprava odpisů o reálné opotřebení. Dále mohou být z účetního zisku vyloučeny skryté rezervy, mimořádné výnosy a náklady přechodného charakteru, nebo náklady a výnosy, jež nesouvisejí s hlavní činností podniku. Podle toho, jak jsou chápány tyto kapitalizované čisté výnosy, je metoda členěna na

dvě varianty. První varianta může být ztotožněna s metodou diskontovaných peněžních toků – DCF equity. Stejně jako tato metoda vychází z peněžních toků, tedy dle této varianty je čistý výnos podniku určován na základě rozdílu mezi příjmy a výdaji. Ve druhé variantě je čistý výnos odvozován především z upravených výsledků hospodaření, tedy z rozdílu účetně chápaných (upravených) výnosů a nákladů. Protože je opět nutné zachovat finanční rovnováhu, k variantě je nutné sestavit plán financování.

Propočet výnosové hodnoty analytickou metodou

Metodu lze považovat za obdobu metody DCF. V této metodě je očekávaný výnos z podniku kalkulován z peněžních toků. Analytická metoda však při stanovení očekávaného výnosu z podniku vychází z upravených budoucích výsledků hospodaření.

Je-li předpokládána trvalá existence podniku a je známa řada budoucích odnímatelných čistých výnosů (tj. skutečné, účetní politikou co nejméně ovlivněné budoucí výsledky hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byl ohrožen budoucí výnosový potenciál podniku), dvoufázová metoda stanovení hodnoty nabývá podoby

$$V_n = \sum_{t=1}^T \frac{\check{C}V_t}{(1+R_t)^t} + \frac{T\check{C}V_{T+1}}{R_t} \cdot \frac{1}{(1+R_t)^T}, \quad (2.25)$$

kde V_n je hodnota podniku netto, tedy hodnota vlastního kapitálu, $\check{C}V_t$ představuje odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy, T se rozumí délka období, pro které je možné v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos, tedy délka první fáze, $T\check{C}V$ představuje trvalou velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu (je předpokládána stabilní úroveň odnímatelných čistých výnosů), R_t jsou náklady kapitálu v roce t .

Třífázová metoda stanovení hodnoty nabývá podoby

$$V_n = \sum_{t=1}^m \frac{\check{C}V_t}{(1+R_t)^t} + \sum_{t=m+1}^{m+n} \frac{\check{C}V_t}{(1+R_t)^t} + \frac{T\check{C}V}{R_t} \cdot \frac{1}{(1+R_t)^{(m+n)}}. \quad (2.26)$$

V první fázi je čistý výnos v každém roce zjištěn ze sestaveného finančního plánu. V druhé fázi je předpokládáno určité tempo růstu čistého výnosu, tedy čistý výnos je v každém roce odhadován jako čistý výnos předchozího roku zvýšený o odhadované tempo

růstu (v každém roce je možné použít jiné tempo růstu). Ve třetí fázi je používána stabilní výše čistého výnosu, neboť se jedná o nejméně přesnou fázi.

Propočet výnosové hodnoty paušální metodou

Ocenění touto metodou je založeno na předpokladu, že podnik bude v budoucnosti dosahovat alespoň takových výnosů, kterých dosahoval v minulosti. Průměrné výnosy za minulost tedy představují nejlepší dostupnou prognózu do budoucnosti.

V postupu jsou nejdříve analyzovány a upraveny minulé výsledky hospodaření, rovněž je upraven dosavadní vývoj podniku. Základem je určit čistý výnos, který je možné rozdělit při současném nesnížení majetkové podstaty podniku. V úpravě jsou důležité odpisy, změna daňové sazby či přepočet cenové hladiny k datu ocenění, neboť metoda je založena na předpokladu stálých cen. Trvalý čistý výnos k rozdělení je z časové řady upravených minulých výsledků hospodaření stanoven jako vážený průměr těchto minulých upravených čistých výnosů následovně

$$T\check{C}V = \frac{\sum_{t=1}^K w_t \check{C}V_t}{\sum_{t=1}^K w_t}, \quad (2.27)$$

kde $\check{C}V_t$ jsou minulé upravené čisté výnosy, w_t jsou váhy určující význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu, K vyjadřuje počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Výnosovou hodnotu podniku je pak možné vyjádřit jako perpetuitu následovně

$$V_n = \frac{T\check{C}V}{R_t - inflace}, \quad (2.28)$$

kde $T\check{C}V$ představuje trvale odnímatelný čistý výnos, R_t jsou náklady kapitálu daného roku. Tyto náklady je nutno očistit o inflaci, neboť se v této metodě počítá se stálými cenami.

2.7.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Nejen v ekonomické teorii, ale především v ekonomické praxi podniků, se v současnosti s rozvojem kapitálových trhů a v podmínkách svobodného podnikání stále častěji prosazuje pojem ekonomické přidané hodnoty – EVA (anglicky *economic value added*). Ukazatel EVA nalézá své uplatnění jako:

- nástroj finanční analýzy,
- nástroj řízení podniku a motivování pracovníků,
- nástroj ocenění podniku.

Princip metody, která je již dlouhodobě uplatňována při oceňování podniků, spočívá v rozlišování účetního zisku a tzv. ekonomického zisku, či nadzisku. Tohoto ekonomického zisku je v podniku dosahováno po úhradě nejen běžných nákladů, ale také nákladů na (především vlastní) kapitál.

Základní vzorec ukazatele EVA nabývá podoby

$$EVA = NOPAT - Capital \cdot WACC, \quad (2.29)$$

kde *NOPAT* představuje zisk z operativní činnosti (zisk z provozních operací) podniku po dani (anglicky *net operating profit after taxes*), *Capital* představuje kapitál vázaný v aktivech využívaných při operativních činnostech podniku (aktiva potřebná k hlavnímu provozu podniku), *WACC* jsou průměrné vážené náklady kapitálu (anglicky *weighted average cost of capital*). Pokud je výsledná hodnota ukazatele EVA kladná, je vytvářena nová hodnota. Naopak, je-li hodnota ukazatele záporná, dochází k úbytku hodnoty.

Stanovení hodnoty podniku pomocí ukazatele EVA

Metoda představuje obdobný způsob stanovení hodnoty podniku jako metoda diskontovaných peněžních toků. Rovněž u této metody existuje členění, a to na variantu entity, equity a upravených nákladů na kapitál.

V procesu je nutné stanovit hodnotu aktiv, představující hodnotu pro vlastníky a věřitele, a poté oddělením nominální hodnoty dluhu lze vypočítat odhad hodnoty vlastního kapitálu. Hodnota podniku je pak stanovena dle vzorce

$$V = C_0 + MVA, \quad (2.30)$$

kde *V* představuje hodnotu firmy, *C₀* je investovaný kapitál a *MVA* je tržní přidaná hodnota (anglicky *market value added*). Tuto hodnotu *MVA* lze stanovit na bázi hodnotového rozpětí následovně

$$MVA = V - C. \quad (2.31)$$

Za zjednodušujícího předpokladu rovnosti tržní a účetní hodnoty dluhu, je *MVA* na bázi zúženého hodnotového rozpětí definována

$$MVA = V_E - BV_E, \quad (2.32)$$

kde *V_E* představuje tržní hodnotu vlastního kapitálu, *BV_E* pak účetní hodnotu vlastního kapitálu.

Vyjádření tržní přidané hodnoty jako současné hodnoty budoucích EVA je následující

$$MVA = PV(EVA) = \sum_{t=1}^T EVA_t (1 + R)^{-t}. \quad (2.33)$$

Rozdíl mezi hodnotou podniku a kapitálem do něj investovaným podnik zvýší nárůstem ukazatele EVA. Pro oceňování podniku, kdy jsou pro diskontování budoucích EVA použity průměrné náklady na kapitál (WACC), lze využít vzorec

$$V = C_0 + PV(EVA) = C_0 + \sum_{t=1}^T EVA_t (1 + WACC)^{-t}. \quad (2.34)$$

2.7.2 Majetkové metody

Pomocí majetkových metod je hodnota kapitálu vyvozována z reprodukční ceny aktiv a veškerého oceňovaného majetku. Jsou oceněny jednotlivé složky aktiv, závazků a dluhů. Jsou rozlišovány tři základní majetkové metody, a to metoda účetní, metoda substanční a metoda likvidační hodnoty.

2.7.2.1 Účetní metoda

Hodnota podniku je odvozována z historických cen, neboť podkladem k ocenění podniku účetní metodou jsou stavové veličiny, které jsou uvedeny v rozvaze podniku. Tato snadná dostupnost dat patří mezi výhody metody, stejně jako jednoduchý postup.

Postup spočívá v ocenění jednotlivých položek rozvahy, tedy v ocenění majetku, závazků a dluhů v nominálních hodnotách. Po ocenění jednotlivých složek fixního a oběžného majetku jsou tyto samostatné ceny sečteny, čímž je získáno souhrnné ocenění aktiv. Následně jsou od oceněných aktiv odečteny oceněné dluhy a závazky, čímž je vyčíslena hodnota vlastního kapitálu. Postup je možné vyjádřit takto

$$\text{hodnota VK} = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů}. \quad (2.35)$$

Jako nevýhodu metody lze vnímat ohodnocení aktiv na bázi účetního ocenění. Nejsou tak totiž zohledněna například nehmotná aktiva. Ocenění nominálními účetními hodnotami se může výrazně lišit od tržního ocenění, což je chápáno jako další nevýhoda.

2.7.2.2 Substanční metoda

Výhodou substanční metody, na rozdíl od účetní hodnoty, je zohlednění tržních podmínek při ocenění majetku. K ocenění jsou totiž využívány reprodukční ceny majetku,

tzn. ceny, za které by byl majetek pořízen v momentě ocenění. Je předpokládáno, že podnik bude pokračovat ve své činnosti.

Postup je pak obdobný jako u účetní metody. Od vyčíslených reprodukčních pořizovacích cen jednotlivých aktiv jsou odečtena reálná ocenění závazků a dluhů, a získána je substanční hodnota netto S_n . Postup je možné znázornit

$$\begin{array}{rcl}
 & \text{Souhrn majetkových hodnot v reprodukčních cenách} & \\
 + & \text{Výnos z prodeje nepotřebného majetku} & \\
 = & \text{Substanční hodnota brutto } S_b & \\
 - & \text{Hodnota závazků a dluhů v reálných cenách} & \\
 = & \text{Substanční hodnota netto } S_n &
 \end{array}$$

Za nedostatek metody je považována skutečnost, že není zohledňován vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku.

2.7.2.3 Metoda likvidační hodnoty

Je-li předpokládáno, že podnik v blízké budoucnosti ukončí svou činnost, je k jeho ocenění použita metoda likvidační hodnoty. Hodnota majetku je stanovena k určitému datu, a posléze dojde k rozprodání jednotlivých složek aktiv a k úhradě všech závazků podniku, včetně odměny likvidátora. Likvidační hodnota vyjadřuje dolní hranici hodnoty podniku.

2.7.3 Komparativní metody

Hodnoty kapitálu, určené komparativními metodami, jsou stanoveny porovnáním hodnot aktiv a závazků s jinými podniky se srovnatelnými a obdobnými vlastnostmi. Metody jsou nejčastěji používány u srovnávání podniků, jejichž podíly jsou obchodovány veřejně na finančních trzích. Jsou známy rovněž pod označením metody tržního srovnání či metody relativního oceňování. Výhodou je nenáročnost výpočtu a rychlost zjištění hodnoty. Vzorec metody k určení hodnoty je

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{oceňovaná firma}} \quad (2.36)$$

Výše uvedený multiplikátor umožňuje zohlednění rozdílů absolutních velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného podniku a porovnávaných podniků. Možnosti jeho stanovení jsou

$$\text{multiplikátor } P/E = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na akcii}} \quad (2.37)$$

$$\text{multiplikátor } MV/BV = \frac{\text{tržní hodnota firmy}}{\text{účetní hodnota firmy}}. \quad (2.38)$$

Jednotlivé multiplikátory mají odlišné užití. Multiplikátor P/E je používán pro stanovení hodnoty vlastního kapitálu podniku (V_E). Multiplikátor MV/BV pak pro stanovení hodnoty aktiv podniku (V_A). Hodnoty jsou stanoveny

$$V_E = \text{multiplikátor } P/E_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{čistý zisk}_{\text{oceňovaná firma}}, \quad (2.39)$$

$$V_A = \text{multiplikátor } MV/BV_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{účetní hodnota aktiv}_{\text{oceňovaná firma}}. \quad (2.40)$$

Vedle multiplikátorů se v hodnotě mohou projevit srážky a přírážky subjektivního charakteru. Nevýhodou metody je její nízká vypovídací schopnost. Je totiž velmi komplikované najít podnik s obdobnými, a zejména srovnatelnými, vlastnostmi. Komplikované je rovněž určení vhodného ukazatele v relativním vyjádření pro výpočet hodnoty, tedy určení multiplikátoru.

2.7.4 Kombinované metody

Prostřednictvím těchto metod je hodnota kapitálu určena jako vážený průměr hodnot, které byly stanoveny pomocí výnosových, majetkových a komparativních metod. Hodnotu pak lze pomocí váženého průměru těchto hodnot určit

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.41)$$

kde w_i jsou váhy, přiřazené jednotlivým metodám použitých při výpočtu. Váhy nabývají hodnot z intervalu $<0;1>$, součet vah je roven jedné.

Hodnota je nejčastěji tvořena kombinací hodnot dosažených při výnosovém a substančním ocenění, neboť tyto metody umožňují ve výsledné hodnotě zohlednit majetkovou i výnosovou situaci podniku, a obě dosahují poměrně odlišných výsledků. Hodnotu podniku tak lze stanovit jako aritmetický průměr výnosové a substanční hodnoty

$$V = (V_S + V_V)/2, \quad (2.42)$$

kde V_S je hodnota podniku stanovená substanční metodou, V_V je hodnota podniku stanovená výnosovou metodou.

Za použití váženého aritmetického průměru lze výslednou hodnotu podniku stanovit

$$V = w_1 \cdot V_S + w_2 \cdot V_V, \quad (2.43)$$

kde w_1, w_2 jsou váhy jednotlivých metod použitých při ocenění. Nabývají hodnot z intervalu $<0;1>$, součet vah je roven jedné.

Výhodou tohoto kombinovaného přístupu je částečné odstranění nedostatků metody substanční hodnoty (v kombinaci jsou zohledněny očekávané výnosy podniku) a metody výnosové (ve výsledné hodnotě je zachycena skutečná hodnota využívaného majetku).

2.7.5 Fázové metody

K ocenění podniku prostřednictvím fázových metod je nutné znát odhady budoucího vývoje ekonomických efektů, jako jsou zisk nebo volné finanční toky. Hodnotu podniku lze pak dle obecného zápisu stanovit jako

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R)^{-t}, \quad (2.44)$$

kde FCF jsou volné peněžní toky, R náklad kapitálu, t představuje jednotlivé roky.

Obecně je předpokládáno, že doba působení podniku je neomezená, tedy není znám moment ukončení činnosti podniku v budoucnu. Po dobu své životnosti prochází podnik různými fázemi vývoje, pro něž může být charakteristický zrychlený, stabilní nebo zpomalený růst, situace bez růstu, nebo také zrychlený, stabilní či zpomalený pokles. Na základě těchto vývojových intervalů lze metody ocenění podniku rozlišit na jednofázové, dvoufázové a vícefázové metody.

2.7.5.1 Jednofázová metoda

Hodnotu je možné stanovit dvěma způsoby. U obou je předpokládáno stejné chování podniku po celou dobu jeho budoucího působení. Je-li hodnota podniku určována při konstantních FCF , je stanovena jako perpetuita, kdy jsou peněžní toky diskontovány nákladem kapitálu

$$V = \frac{FCF}{R}. \quad (2.45)$$

Pokud je hodnota stanovena s tempem růstu či poklesu g , pak

$$V = \frac{FCF}{R - g}, \quad (2.46)$$

kde $g = \frac{FCF_{t+1} - FCF_t}{FCF_t}$, $g \in (-1; R)$ a zároveň $g_t \neq R$. Pokud $g \in (0; R)$, dochází k růstu podniku, pokud $g = 0$, nedochází ani k růstu ani k poklesu podniku, a pokud $g \in (-1; 0)$, dochází k poklesu podniku.

Tempo růstu je vhodné odhadnout například dle analýzy časových řad z historických růstových měr, případně dle názorů analytiků na vývoj podniku, odvětví a v neposlední řadě ekonomiky jako celku.

2.7.5.2 Dvoufázová metoda

Z praktického hlediska je stejné chování podniku po celou dobu jeho působení málo pravděpodobné. Proto je vhodné, pro stanovení finančních toků, rozdělit dobu působení podniku v budoucnu na dvě fáze. Po dobu první fáze, obvykle trvající 4 až 6 let, je předpokládáno, že chování, vývoj a situace podniku bude lépe předvídatelná, a tím bude možné snadněji plánovat peněžní toky plynoucí podniku z jeho činnosti. Peněžní toky tak lze relativně přesně stanovit

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.47)$$

kde T představuje délku první fáze, R_1 jsou náklady kapitálu v první fázi.

V době druhé fáze, jejíž trvání je nekonečné, již není možné odhadnout hodnoty peněžních toků, a tak je odhadován pouze trend jejich vývoje. V druhé fázi je počítáno s pokračující hodnotou, což je hodnota podniku za druhou fázi k počátku druhé fáze. Tato pokračující hodnota je diskontována k momentu ocenění, vzorec pro výpočet hodnoty má pak tvar

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.48)$$

kde PH je pokračující hodnota, kterou lze za předpokladu konstantních finančních toků v druhé fázi stanovit jako

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.49)$$

kde R_2 představují náklady kapitálu v druhé fázi.

V případě předpokladu s konstantním růstem peněžních toků g je pak pokračující hodnota vypočtena dle vztahu

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g} \quad (2.50)$$

Hodnotu podniku pak lze získat sečtením hodnot vyčíslených v jednotlivých fázích, tedy

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.51)$$

kde V_1 představuje hodnotu podniku v první fázi, V_2 hodnotu podniku ve fázi druhé.

2.7.5.3 Vícefázové metody

Princip metody spočívá v rozšíření dvoufázové metody. Jejím zobecněním, při kterém je vývoj FCF rozdělen do většího počtu fází, vznikají metody třífázové nebo vícefázové. Předpokládá se nekonečné trvání poslední fáze, a metoda může mít tvar

$$V = V_1 + V_2 + V_3 + \dots + V_n. \quad (2.52)$$

Hodnoty těchto jednotlivých fází je možné vyjádřit fázovými hodnotami. Ty představují hodnotu oceňovaného podniku jednotlivé fáze k počátku této fáze. Ke zjištění hodnoty v dané fázi jsou tyto fázové hodnoty diskontovány k momentu ocenění. Hodnotu pak lze stanovit následovně

$$V = FH_1 + \frac{FH_2}{(1 + R_1)^{T_1}} + \frac{FH_3}{(1 + R_2)^{T_2}} + \dots + \frac{FH_n}{(1 + R_{n-2})^{T_{n-2}}} + \frac{PH}{(1 + R_{n-1})^{T_{n-1}}}, \quad (2.53)$$

kde T_i vyjadřuje délku od momentu oceňování do konce i -té fáze.

Obecný tvar fázové metody pak je

$$FH_i = \sum_{t=1}^{Q_i=T_i-T_{i-1}} FCF_{t-1} \cdot \frac{1 + g_t}{(1 + R_i)^t}, \quad (2.54)$$

kde Q_i je délka fáze.

2.7.6 Vymezení volných finančních toků

Volné peněžní toky (*Free Cash Flow, FCF*) jsou chápány jako rozdíl mezi příjmy a výdaji, které jsou generovány majetkem podniku a vztahují se ke stanovenému druhu kapitálu.⁵ Protože druh kapitálu může být vymezen různě, rozlišují se také volné finanční toky. Plynou-li volné finanční toky vlastníkům i věřitelům, jedná se o *FCFF (Free Cash Flow to the Firm)*. Jsou-li volné finanční toky určeny pouze vlastníkům, rozumí se jimi *FCFE (Free Cash Flow to the Equity)*, a pokud pouze věřitelům, jedná se o *FCFD (Free Cash Flow to the Debt)*.

Volné peněžní toky *FCFF*, které jsou vztaženy k celkovému kapitálu, jsou tvořeny veškerými peněžními toky, které podniku plynou z aktiv bez ohledu na to, zda jsou určeny vlastníkům či věřitelům. Volné peněžní toky *FCFF* jsou tedy součtem peněžních toků plynoucím vlastníkům *FCFE* a tokům určených věřitelům *FCFD*.

⁵ Dluhošová, D.: Finanční řízení a rozhodování podniku, Praha: Ekopress, 2008, s. 26.

$$FCFF = FCFE + FCFD . \quad (2.55)$$

Volné finanční toky pro vlastníky FCFE představují toky, které podnik ze svých aktiv generuje, a které směřují výlučně k vlastníkům oceňovaného podniku. Jsou tvořeny především finančními toky z provozní, investiční a finanční činnosti, jejichž přehled je zachycen

ve výkazu cash flow, neboli přehledu o finančních tocích. Volné peněžní toky pro vlastníky FCFE lze stanovit

$$FCFE = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta \text{ČPK} - INV + S , \quad (2.56)$$

kde $\Delta \text{ČPK}$ představuje změnu čistého pracovního kapitálu, INV jsou investiční výdaje a S se rozumí saldo. To představuje rozdíl čerpání dluhu S^C a splátek dluhu S^S , $S = S^C - S^S$.

Volné finanční toky pro věřitele FCFF plynou věřitelům oceňovaného podniku. Těmi jsou například komerční banky poskytující podniku úvěr. Finanční toky jsou stanoveny jako

$$FCFD = \text{úroky}(1 - t) - S , \quad (2.57)$$

kde t je sazba daně z příjmu, $-S$ představuje saldo z pohledu banky (rozdíl příjmů z inkasovaných splátek dluhu a výdajů na poskytnuté dluhy, tedy úvěry).

Volné finanční toky vztažené k celkovému kapitálu FCFF jsou

$$FCFF = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta \text{ČPK} - INV + \text{úroky}(1 - t) . \quad (2.58)$$

FCFF lze vyjádřit také pomocí ukazatele $EBIT$ (provozní zisk před zdaněním)

$$FCFF = EBIT(1 - t) + \text{odpisy} - \Delta \text{ČPK} - INV , \text{ kdy} \quad (2.59)$$

$$EBIT(1 - t) = \text{čistý zisk} + \text{úroky}(1 - t) . \quad (2.60)$$

Složka salda financování S se z pohledu vlastníků a věřitelů kompenzuje a tedy vyruší, a tak se u finančních toků FCFF nevyskytuje.

Jsou-li určovány finanční toky nezadluženého podniku, kdy je celkový kapitál tvořen pouze vlastním kapitálem, jsou volné finanční toky celkového kapitálu $FCFF_U$ a vlastního kapitálu $FCFE_U$ shodné. Volné finanční toky nezadlužení firmy $FCFE_U$ nezahrnují úroky spojené s cizím kapitálem, a jsou tvořeny pouze finančními toky z provozní a investiční činnosti,

$$FCFE_U = \text{čistý zisk} + \text{odpisy} - \Delta \text{ČPK} - INV . \quad (2.61)$$

2.7.7 Náklady kapitálu

Podnikem vynaložené prostředky k získání podnikového kapitálu jsou označovány jako náklady kapitálu. Těmito náklady je vyjádřena minimální požadovaná míra výnosnosti kapitálu. Tato výnosnost je vnímána ze dvou pohledů, z pohledu podniku a z pohledu investora, a tak i náklady kapitálu jsou členěny z těchto dvou pozic. Náklady kapitálu jsou

investorem vnímány jako požadovaná výnosnost, které má podnik dosahovat, aby nedošlo k poklesu hodnoty (bohatství) pro investory. Podnik chápe náklady kapitálu jako cenu vlastního kapitálu. Náklady jednotlivých složek kapitálu jsou různé, jsou ovlivněny vývojem v čase a závisí na riziku jednotlivých aktiv.

Jsou rozlišovány náklady na celkový kapitál, náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál. Tato kategorizace je významná při finančních rozhodnutích podniku, např. u investičního rozhodování, při oceňování jednotlivých složek majetku či stanovení hodnoty podniku, nebo při optimalizaci kapitálové struktury podniku, atp.

2.7.7.1 Náklady na celkový kapitál

V nákladech na celkový kapitál *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*) jsou zahrnuty náklady na kapitál cizí a na kapitál vlastní, vzorec pro výpočet výše nákladů na celkový kapitál je následující

$$WACC = \frac{R_D(1 - t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.62)$$

kde R_D představují náklady na úročený cizí kapitál, t je sazbou daně z příjmu, D je úročený cizí kapitál, R_E jsou náklady vlastního kapitálu, E představuje vlastní kapitál. Celkový investovaný kapitál C lze vyjádřit součtem cizího a vlastního kapitálu, $C = D + E$. Hodnota je ovlivněna strukturou kapitálu.

2.7.7.2 Náklady na cizí kapitál

Pod pojmem náklady na cizí kapitál jsou chápány platby, které podnik platí věřitelům za poskytnutí svých prostředků podniku. Nejčastěji lze tyto náklady vyjádřit jako úroky nebo kupónové platby. Pokud podnik získá prostředky formou dluhu (bankovním úvěrem), pak jsou náklady kapitálu vyjádřeny jako úroky snížené o daňový štít (úspory z daní, které plynou z použití cizího kapitálu), a vzorec pro výpočet má podobu

$$R_D = i(1 - t), \quad (2.63)$$

kde i je úroková míra z dluhu, t sazbou daně. Náklady na cizí kapitál lze stanovit také jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových sazeb, které podnik za poskytnutý cizí kapitál platí. Tento způsob je využíván, má-li podnik různorodou strukturu dluhů (úvěrů).

Konkrétní výše úrokové míry je ovlivněna několika hledisky. Působí například hledisko času, na který je úvěr poskytnut (dlouhodobé úvěry jsou dražší než střednědobé či krátkodobé úvěry). Rovněž působí hledisko hodnocení bonity dlužníka. Pro bonitního dlužníka je stanovena nižší úroková sazba.

2.7.7.3 Náklady na vlastní kapitál

Platí, že náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na cizí kapitál. Jedním z důvodů je vyšší riziko pro věřitele než pro vlastníka. Vlastník totiž vkládá své prostředky do podniku na neomezenou dobu, a to znamená, že jeho výnos není dopředu zaručen. Tento výnos rovněž závisí na hospodářské situaci podniku, ovlivněné řadou podnikatelských rizik. Oproti tomu věřitel vkládá své prostředky na dobu určitou, po jejímž uplynutí se mu prostředky vrátí, a pravidelný výnos ve formě úroků je zaručen bez ohledu na hospodářskou situaci podniku. Dalším důvodem je, že nákladové úroky jako daňově uznatelné náklady snižují zisk jako základ pro výpočet daně z příjmů (jedná se o daňový štít).

Náklady na vlastní kapitál je možné určit několika způsoby. Mohou být stanoveny na bázi tržních přístupů nebo metod a modelů vycházejících z účetních dat. Základní metody jsou:

- model oceňování kapitálových aktiv – *CAPM (Capital Asset Pricing Model)*,
- arbitrážní model oceňování – *APM (Arbitrage Pricing Model)*,
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

Jednou z metod tržního přístupu ke stanovení nákladů na vlastní kapitál je **model oceňování kapitálových aktiv – CAPM**. Představuje rovnovážný model oceňování kapitálových aktiv, kdy je rovnováhy dosaženo tím, že je mezní sklon očekávaného výnosu a rizika stejný pro všechny investory. Jedná se o jednofaktorový model, který je založen na funkčním lineárním vztahu mezi výnosem daného aktiva a tržního portfolia, představující rizikový faktor (riziko celého trhu). Rovnice modelu *CAPM-SML* pro stanovení nákladů kapitálu má tvar

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (2.64)$$

kde $E(R_E)$ je očekávaný (střední hodnota) výnos vlastního kapitálu, R_F představuje bezrizikovou sazbu, β_E je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia, $E(R_M)$ je očekávaným výnosem tržního portfolia. $[E(R_M) - R_F]$ představuje dodatečný výnos, neboli rizikovou prémii daného aktiva, které oceňujeme.

Koeficient β vyjadřuje, o kolik se zvýší dodatečný výnos oceňovaného aktiva, pokud se dodatečný výnos tržního portfolia zvýší o jednu jednotku. Koeficient je ovlivněn zadlužeností firmy. Hodnotu koeficientu zadluženého podniku β^L je možné stanovit

v závislosti na β koeficientu nezadluženého podniku β^U a zadluženosti vlastního kapitálu. Koeficient je tedy stanoven následovně

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E} \right], \quad (2.65)$$

kde t je daňová sazba.

Rovněž **arbitrážní model oceňování** – *APM* patří mezi tržní přístupy stanovení nákladů na vlastní kapitál. Protože je ovlivňován řadou rizikových faktorů, a to jak makroekonomickými (např. HDP, inflace) tak mikroekonomickými (např. velikost podniku, zadluženost, rentabilita, likvidita), jedná se o vícefaktorový model. Rovnováha je v modelu zajištěna nemožností arbitráže, tzn. že žádný investor nedosahuje arbitrážního zisku. Tvar modelu *APM* je

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} [E(R_j) - R_F], \quad (2.66)$$

kde β_{Ej} je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos j -tého faktoru, $E(R_j)$ představuje očekávaný výnos j -tého faktoru.

K oceňování akcií je využíván **dividendový model**. V tomto modelu je tržní cena akcie dána současnou hodnotou budoucích dividend plynoucích z této akcie v jednotlivých letech. V případě konstantní hodnoty dividendy DIV , a za předpokladu nekonečně dlouhé držby akcie, lze cenu akcie stanovit jako perpetuitu následovně

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}. \quad (2.67)$$

Náklady na kapitál zde odpovídají požadované (očekávané) výnosnosti akcií.

Pokud se předpokládá, že hodnota dividendy DIV v příštích letech poroste tempem g , je použit k určení výše nákladů kapitálu Gordonův dividendový model s konstantním růstem, který má podobu

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} + g. \quad (2.68)$$

V ekonomikách s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky, kde nelze použít model CAPM a arbitrážní model, jsou používány ke stanovení nákladů kapitálu **stavebnicové modely**. Modely jsou využívány například u společností, jejichž akcie nejsou obchodovány na kapitálovém trhu. Umožňují stanovit alternativní

náklady vlastního kapitálu R_E jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií (odvozených z podnikových účetních dat, nikoliv z kapitálového trhu).

Náklady celkového kapitálu nezadluženého podniku $WACC_U$ jsou dle stavebnicové metody, využívané Ministerstvem průmyslu a obchodu, stanoveny

$$WACC_U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA}, \quad (2.69)$$

kde R_F je bezriziková úroková míra, $R_{podnikatelské}$ představuje rizikovou přírážku za obchodní podnikatelské riziko, $R_{finstab}$ je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability, R_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Celkové náklady zadluženého podniku jsou pak stanoveny

$$WACC = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{UZ}{A} \cdot t\right), \quad (2.70)$$

náklady vlastního kapitálu pak

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.71)$$

kde $UZ = VK + BU + OBL$ jsou úplatné zdroje, A jsou aktiva, U jsou úroky, BU jsou bankovní úvěry, OBL představují obligace, VK vlastní kapitál, CZ je čistý zisk, Z je hrubý zisk, $\frac{CZ}{Z}$ je daňová redukce, UM je úroková míra.

Jednotlivé rizikové přírážky jsou stanoveny následujícími způsoby.

Riziková přírážka za velikost podniku R_{LA}

Dle zkušeností podniků poskytujících rizikový kapitál platí:

- je-li UZ větší jako 3 mld. Kč, pak $R_{LA} = 0,00 \%$,
- je-li UZ menší jako 0,1 mld. Kč, pak $R_{LA} = 5,00 \%$,
- je-li UZ větší jako 0,1 mld. Kč a zároveň je UZ menší jako 3 mld. Kč, je použit propočet

$$R_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2. \quad (2.72)$$

Riziková přírážka za produkční sílu $R_{podnikatelské}$

Přirážka je závislá na ukazateli rentability aktiv (ROA), který je porovnáván s ukazatelem $X1$. Tento ukazatel vyjadřuje nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem, a má podobu

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM . \quad (2.73)$$

Pak platí:

- je-li $EBIT/A$ větší než $X1$, pak $R_{podnikatelské} = \min R_{podnikatelskéodvětví}$,
- je-li $EBIT/A$ menší jako 0, pak $R_{podnikatelské} = 10,00 \%$,
- a pokud $EBIT/A$ je větší rovno 0 a zároveň $EBIT/A$ je menší rovno $X1$, pak

$$R_{podnikatelské} = (X1 - EBIT/A)^2 / (10 \cdot X1^2) . \quad (2.74)$$

Hodnota $R_{podnikatelské}$ je pro každé odvětví odlišná z důvodu specifičnosti jednotlivých odvětví, a nemůže být nižší než hodnota ukazatele rentability aktiv ($EBIT/A$).

Riziková přírážka za finanční stabilitu na bázi likvidity $R_{finstab}$

Pro přírážku je klíčový ukazatel celkové likvidity

$$L3 = \frac{OA}{kr. \text{ závazky} + bank. \text{ úvěry a výpomoci} - dl. \text{ bank. úvěry}} , \quad (2.75)$$

kdy jsou stanoveny mezní hodnoty likvidity, $XL1$, $XL2$. Pro rok 2008 jsou pro jednotlivé podniky doporučovány hodnoty $XL1 = 1$, $XL2 = 2,5$. Je-li:

- $L3$ menší rovno $XL1$, pak $R_{finstab} = 10\%$,
 - $L3$ větší rovno $XL2$, pak $R_{finstab} = 0\%$,
 - $XL1 < L3 < XL2$, pak $R_{finstab} = \left(\frac{XL2-L3}{XL2-XL1} \right)^2 \cdot 0,1$.
- (2.76)

2.8 Analýza citlivosti

V podniku je finanční analýza, plánování a rozhodování prováděno za určitých podmínek, a to za určitosti, rizika a nejistoty. Případnou variantou je také kombinace těchto tří možností. V případě provádění výše uvedených činností za určitosti se předpokládá, že hodnoty finančních veličin je možné charakterizovat s naprostou jistotou. Za rizika jsou tyto finanční veličiny považovány za náhodné veličiny a jsou vyjádřeny prostřednictvím rozdělení pravděpodobnosti. Za podmínky nejistoty lze situace popsat pouze prostřednictvím intervalů a tedy mezních hodnot.

Analýzou citlivosti je zjišťováno, jaký mají vliv na výsledné hodnoty finančních veličin změny vstupních parametrů.

3 Charakteristika podniku

Ke stanovení hodnoty podniku je nutné mít dostatek informací nejen o samotném podniku, jehož hodnota je zjišťována, ale také informace mající na daný podnik a jeho chování vliv. Kapitola je proto věnována charakteristice oceňovaného podniku. První subkapitola zahrnuje profil společnosti, kde jsou uvedeny základní identifikační údaje a předmět podnikání. Je popsána stručná historie koncernu, ve kterém podnik působí, a také historie samotného působení na českém trhu. Druhá subkapitola je věnována analýze makroprostředí a mikroprostředí, a následně je ze získaných informací zpracována SWOT analýza, poskytující přehled silných a slabých stránek společnosti, včetně jejích příležitostí a hrozeb. V rámci třetí subkapitoly je provedena finanční analýza oceňovaného podniku, která je tvořena horizontální, vertikální analýzou a analýzou poměrových ukazatelů, které vypovídají o finančním zdraví podniku.

3.1 Profil společnosti a předmět podnikání

Předmětem podnikání společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o. (dále Společnost nebo TNT Express), která bude oceněna, je především mezinárodní a vnitrostátní zasilatelství. Společnost byla zapsána do obchodního rejstříku, vedeného Městským soudem v Praze, oddíl C, vložka 1215, dne 5. března 1991.

Identifikační údaje

Obchodní firma:	TNT Express Worldwide, spol. s r. o.
Právní forma:	společnost s ručením omezeným
Sídlo:	Chrást'any 206, 252 19, okres Praha – západ
Identifikační číslo:	158 88 959
Datum zápisu:	5. března 1991
Základní kapitál:	100 000 Kč, splaceno 100 %
Internet:	www.tnt.cz

Předmět podnikání:

- mezinárodní zasilatelství,
- vnitrostátní zasilatelství,
- poradenská činnost v oblasti logistiky zasilatelství,

- zastupování v celním řízení.

Jediným vlastníkem společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o. je společnost TNT Express Worldwide N.V., Neptunsstraat 41 – 63, 2132JA Hoofddorp, Nizozemské království.

Historický vývoj koncernu TNT Express

TNT Express je jedním z největších světových dopravců expresních zásilek v oblasti B2B⁶. Hlavní náplní je bezpečné a včasné doručení dokumentů, zásilek, jednotlivých balíků i celovozových a větších nákladů po celém světě, a to s pevně stanoveným časem nebo dnem. Heslo společnosti vychází z uspokojování potřeb zákazníků, kdy je zákazník charakterizuje, a společnost už vše potřebné zařídí. „Sure we can.“ V současnosti TNT Express zaměstnává více než 75 000 osob, disponuje s více než 26 000 vozidly a 47 nákladními letadly. Společnost působí ve více než 200 zemích světa, kde má více než 2 300 vlastních dep.

Holandské kořeny společnosti lze vysledovat až k roku 1752, avšak až v roce 1946 vznikla společnost, známá jako TNT, v Austrálii. V průběhu 60 let se vypracovala na globální úroveň podnikání, kdy byl zaveden dokonce vlastní provoz letadel. Základ společnosti tvořily holandské poštovní služby poskytované národním podnikem (PTT Post) v roce 1799. Od roku 1852 dochází k rozvoji poštovních služeb, především balíkové pošty. V roce 1930 však bylo veškeré světové hospodářství poznamenáno ekonomickou krizí, a tedy i poštovní služby v Holandsku. V rámci potřebných úspor a potřeby snížit náklady přišla na řadu mechanizace služeb, a tak byl v roce 1931 vyvinut třídící stroj. Zásilky byly doručovány rychleji také díky efektivnější organizaci (např. zásilky podány do šesti hodin odpoledne byly doručeny na druhý den ráno). Od roku 1930 se společnost stává komerčně orientovanou a začíná se věnovat reklamním kampaním.

V roce 1946 byla v Austrálii založena samotná společnost TNT. Celý název společnosti byl odvozen od jména jejího zakladatele – Kena Thomase. TNT je tedy zkratkou názvu Thomas Nationwide Transport. Ze skromných začátků flotily tvořené jedním kamionem se v průběhu půl století společnost vypracovala k vlastní flotile letadel. V roce 1961 byla společnost uvedena na burze v Sydney.

Další automatizaci v poštovních službách umožnilo zavedení poštovních směrovacích čísel v roce 1977. Od roku 1989 dochází k rozvoji telekomunikačních služeb, a na popularitě

⁶ Označení pro obchodní vztahy mezi obchodními společnostmi. Tyto obchodní vztahy nezahrnují konečného spotřebitele. Zkratka z výrazu **B**usiness-**to**-**b**usiness.

získával dálnopis, fax či e-mail. Nizozemské PTT tak muselo přijímat rychlá a účinná opatření v reakci na měnící se požadavky zákazníků.

Významným mezníkem v historii společnosti byl 1. leden 1989, kdy byl státní podnik PTT Post privatizován. Společnost tak získala větší možnost reagovat na vývoj rychle se měnícího trhu, a také silné postavení v rámci mezinárodního trhu. V roce 1992 pak začíná společnost TNT spolupracovat s podniky poštovních služeb z Kanady, Francie, Německa a Švédska, a tvoří GD Express Worldwide (GDEW, 50 procent vlastní TNT). Začal se úzký obchodní vztah mezi TNT a PTT Post. V letech 1994 a 1995 získává společnost svou pozici na amsterdamské burze, newyorské burze, burze frankfurtské i londýnské. V roce 1996 byly podniknuty důležité kroky k integraci podnikatelské činnosti TNT a PTT Post. V roce 1998 TNT Express otevřelo své evropské centrum (EHS) v Lutychu v Belgii, které tvoří spojení se zbytkem světa. V prosinci téhož roku byla koupena francouzská expresní společnost Jet Services SA, která poskytuje expresní služby ve Francii, Německu, Belgii, Nizozemí, Velké Británii, Maďarsku a ve Švýcarsku. V roce 1999 byly švýcarskou poštou zavedeny expresní a kurýrní služby, a spolu s TPG (TNT Post Group) tvoří společný podnik se sídlem ve Švýcarsku. Tím společnost získala přístup ke švýcarské síti a vysoce rozvinuté technologii švýcarské pošty.

Další průlom nastává v roce 2000, kdy byly mezi TPG, Royal Mail a Singapore Post podepsány dohody o budování globálního společného podniku. Jsou tak zajišťovány služby po celé Evropě, Asii, Americe a Tichomoří. V roce 2002 zahajuje TPG partnerství s organizací OSN Světový potravinový program, bojující proti hladu ve světě. Od roku 2005 provádí TPG celosvětově své činnosti pod značkou TNT. V tomtéž roce získává TNT divizi TG+, přední španělskou vnitrostátní distribuční společnost. V následujícím roce TNT prodává divizi logistiky, dále v roce 2006 získává indickou vnitrostátní expresní společnost Speedage Express Cargo Services, jednu z předních společností v Indii. V roce 2007 je společností TNT dosaženo konečné dohody o akvizici s čínskou tuzemskou dopravní společností Hoau Group v Šanghaji, rovněž byla dokončena akvizice s Expresso Mercurio SA, jedničkou na brazilském trhu. Tím společnost posiluje svůj rozvoj v Jižní Americe. V roce 2007 byla zahájena strategie zavazující snížit emise CO₂ z činnosti společnosti, jedná se o program Planet Me[®] (s podporou zaměstnanců ke stejnému chování v soukromém životě). V roce 2009 byla společností TNT oznámena akvizice s LIT Cargo, vedoucí expresní doručovatelskou společností v Chile, a tím je posílena silniční síť spojující Chile s Brazílií a Argentinou. V tomtéž roce společnost TNT převzala Expresso Aracatuba Transportes e LOGISTICA SA.

Členem koncernu TNT je v České republice působící TNT Express Worldwide, spol. s r. o. a TNT Innight Czech Republic s. r. o. K 1. lednu 2011 se odpojila divize TNT Post ČR spol. s r. o. v důsledku rozdělení TNT Express a TNT Post v nadnárodním koncernu.

TNT Express Worldwide, spol. s r. o.

Významný okamžik v historii TNT Express v České republice je datován ke dni 20. ledna 1992, kdy byla společností doručena první zásilka. Mezinárodní zasilatelství, které je předmětem podnikání, si vyžaduje rovněž leteckou možnost zasílání, a tak byla společnost v roce 1993 přes Norimberk napojena na leteckou síť. Silniční servis byl zaveden o rok později.

Společnost, dosud působící v Praze, posilovala své postavení na trhu, a tak dalším významným mezníkem byl rok 1995, kdy byly společností otevřeny nové pobočky v Brně a Ostravě. V roce 1996 byl společností otevřen vlastní celní sklad.

Hlavní evropské překladiště koncernu TNT se nachází v belgickém Lutychu. Přímé letecké napojení na toto překladiště, kde je za noc přetříděno 80 000 zásilek, bylo společností získáno v roce 1998.

TNT Express představuje úspěšnou a prosperující společnost, a tak se dočkala své prestiže prostřednictvím ocenění a certifikátů. V roce 2000 byl získán certifikát ISO⁷ (certifikát systému řízení jakosti společnosti) a certifikát IiP⁸ (certifikát Investování do rozvoje lidí). Certifikát IiP byl společností úspěšně obhájěn i v roce 2010. V průběhu roku 2000 byla, mimo jiné, také přestěhována pražská pobočka na Zličín.

S potřebou zdokonalování svých služeb bylo v roce 2006 otevřeno nové depo v Hradci Králové a v roce 2007 v pražských Chrástanech. K dalším úspěchům v certifikaci přibýlo v roce 2010 osvědčení AEO⁹ (Oprávněný hospodářský subjekt – zjednodušené celní postupy/Bezpečnost a zabezpečení).

V oblasti systému managementu vyvíjí společnost trvalou snahu o úplnou eliminaci pracovních úrazů, a to zvýšením prevence a vzdělání v oblasti bezpečnosti práce mezi zaměstnanci. Společnost je držitelem certifikátu bezpečnosti práce podle OHSAS¹⁰ 18001 (Systém řízení bezpečnosti a ochrany zdraví při práci).

⁷ Zkratka ISO z anglického názvu **I**nternational **O**rganization for **S**tandardization

⁸ Zkratka IiP z anglického názvu **I**nvester in **P**eople

⁹ Zkratka AEO z anglického názvu **A**uthorized **E**conomic **O**perator

¹⁰ Zkratka OHSAS z anglického názvu **O**ccupational **H**ealth and **S**afety **A**ssessment **S**eries

Cílem společnosti, stejně jako celé korporace, pod kterou patří, je snižování spotřeby pohonných hmot a CO₂, a to nákupem ekonomických vozidel a zavedení car kontrol u jednotlivých vozů. K těmto úkonům je společnost vázána prostřednictvím výše zmíněného programu Planet Me[®]. V oblasti ochrany životního prostředí se společnost hlásí k politice ochrany životního prostředí, a je držitelem certifikace dle normy ISO 14001.

K současné situaci společnosti lze zmínit, že ve druhém pololetí roku 2008 byl trh mezinárodní expresní přepravy v České republice ovlivněn především začínající ekonomickou krizí. Nepříznivým jevem byl enormní růst cen ropy, což mělo za následek zvyšování nákladů na přepravu. Rovněž byl vytvářen tlak na snižování nákladů přepravy ze strany zákazníků, čímž byl posilován také konkurenční tlak. Všechny tyto působící faktory měly za následek zpomalení růstu tržeb. Společnost byla nucena, za účelem udržení velmi dobré profitability, zaměřit se na jednotlivé položky nákladů a jejich optimalizaci. K růstu tržního podílu i růstu společnosti i v době těchto nepříznivých podmínek přispěla realizace nových projektů a produktů.

Služby

Služby společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o. jsou členěny do čtyř skupin, které jsou dále členěny do jednotlivých podskupin. Přehled služeb podává příloha č. 1. Jedná se o následující skupiny služeb:

- expresní služby,
- speciální služby,
- oborová řešení,
- doplňkové služby.

Mezi **expresní služby** jsou řazeny například *služby s garantovaným časem a dnem doručení*, kdy jsou zásilky doručovány buďto ještě v den jejího odeslání, nebo do časového omezení následujícího pracovního dne, dle určení zákazníka. V rámci expresních služeb je nabízena také internetová aplikace *Express Import*, která umožňuje přehled o objednávkovém procesu importních zásilek. V rámci expresních *volitelných služeb* je nabízeno pojištění proti fyzické ztrátě a poškození, vyzvednutí a doručení mimo standardní časy, přednost odbavení či balení zákaznickových zásilek obaly TNT. Poslední expresní službou je *Direct Express*, který je určen pro zákazníky přepravující velké objemy zásilek do specifických zemí Evropy.

Mezi **speciální služby** jsou řazeny služby *Time Critical Services*, v rámci kterých je zásilkám věnována zvláštní péče (speciálně vypravené letadlo se zásilkou, možnost, že kurýr

poletí se zásilkou jako s osobním zavazadlem, atp.). *Special handling* nabízí nestandardní balení zásilek. V rámci *outsorcovaných služeb* jsou nabízeny služby archivace a záznamů, finanční a bankovní distribuce, a další. Služba *Mailfast* představuje tradiční zasílání firemní pošty do zahraničí, kdy je vhodná zejména pro zasílání každodenní firemní pošty, pozvánek, katalogů či přání.

Služby **oborových řešení** představují specifická řešení konkrétních požadavků zákazníků, a to pro každou z hlavních oblastí průmyslu. Mezi **doplňkové služby** patří služby související s celní deklarací. Zvláštní skupinu tvoří **online služby**, kam patří například *myTNT* umožňující prostřednictvím Internetu komunikaci s TNT z míst z celého světa, či *ExpressShipper*, která umožňuje sledovat své zásilky zákazníkům, kteří jich vypraví v rámci jednoho dne větší množství. Zákazník si na webových stránkách společnosti TNT může zjistit také délku doby trvání doručení zásilky konkrétnímu odběrateli, případně využít služeb elektronické fakturace apod.

3.2 Strategická analýza

Podkapitola je věnována oblasti pro podnik velmi důležitou. Strategická analýza je věnována analýze makroprostředí, kdy jsou zhodnocovány některé z makroekonomických ukazatelů mající vliv na podnik, analýze mikroprostředí, kdy jsou charakterizovány vlivy z nejbližšího okolí podniku, a SWOT analýze, kde jsou popsány dobré a špatné stránky společnosti, její hrozby a příležitosti. Strategická analýza napomáhá zhodnotit vývoj, kterého podnik dosahuje. V rámci analýzy mikroprostředí je stručně popsána historie odvětví, do kterého oceňovaný podnik spadá, a následuje zhodnocení struktury.

3.2.1 Analýza makroprostředí

Na chování a vývoj každého podniku mají značný vliv makroekonomické ukazatele, mezi které patří především hrubý domácí produkt (HDP), vliv úrokových sazeb, míra inflace, nezaměstnanost, a dále politika centrální banky, ekonomické a politické šoky a řada dalších faktorů. V rámci diplomové práce bude zkoumán pouze vývoj těch nejpodstatnějších.

Vývoj HDP

Prvním ze zkoumaných makroekonomických ukazatelů je ukazatel vývoje reálné ekonomiky České republiky, hrubý domácí produkt. V tabulce 3.1 je zachycen vývoj HDP let

2006 až 2009, včetně predikce let 2010 až 2014, a to v běžných i stálých cenách. Rovněž je zaznamenána míra jeho růstu v procentech.

Tab. 3.1: Vývoj HDP v letech 2006 až 2009, predikce 2010 až 2014

	Hodnota	2006	2007	2008	2009	Predikce				
						2010	2011	2012	2013	2014
HDP v b. c.	mld. Kč	3 222	3 535	3 689	3 626	3 693	3 806	3 984	4 193	4 440
Růst	%	8,0	9,7	4,3	-1,7	1,9	3,1	4,7	5,3	5,9
HDP v s. c.	mld. Kč	2 809	2 982	3 055	2 928	3 001	3 067	3 151	3 252	3 375
Růst	%	6,8	6,1	2,5	-4,1	2,5	2,2	2,7	3,2	3,8

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů MFČR

Na příznivý vývoj reálné výkonnosti ekonomiky v roce 2005 navazoval rovněž rok 2006, což naznačuje růst HDP ve výši 8 %. Na změnu HDP, a to na poptávkové straně, měl vliv vývoj vnějších ekonomických vztahů, a to v podobě zpomalení předstihu růstu vývozu před dovozem, a zároveň zrychlení růstu výdajů na tvorbu hrubého fixního kapitálu, jejichž objem se meziročně zvýšil o 7,3 %. V České republice bylo příznivé investiční klima, a tak zvýšení nejvíce ovlivnily hmotné investice do dopravních prostředků a do strojů a zařízení. V roce 2006 rovněž došlo k podstatně většímu nárůstu spotřebitelských výdajů domácností, které předstihly růst disponibilních důchodů, a to mělo za následek pokles hrubých úspor domácností. Významný vliv na změnu HDP tedy měl růst výdajů na konečnou spotřebu domácností.

Stabilitu vývoje hospodářství České republiky potvrdil i rok 2007, a to na vysoké úrovni. Dosažený růst byl nejvyšší v historii České republiky. V roce 2007 HDP stále roste, a to o 9,7 %. Nejvyšší podíl měly opět spotřebitelské výdaje domácností. Příčinou bylo, mimo jiné, i zrychlení růstu cen a jejich větší váha na hodnotovém přírůstku spotřebitelských výdajů domácností. V roce 2007 zaplatily domácnosti za stejný fyzický objem zboží a služeb o 46,6 mld. Kč více než v roce předešlém. Opět ke zvýšení HDP přispěl také objem výdajů na tvorbu hrubého kapitálu, a to o 2,5 p. b. K růstu HDP přispěl také čistý vývoz. Vládní výdaje měly nepatrný vliv.

Rokem mimořádných výkyvů, které spočívaly v prudkosti a intenzitě změn tempa růstu české ekonomiky, byl rok 2008. Důvodem byla nastávající finanční krize, která se promítla do ekonomik celého světa. Docházelo ke změnám ve složkách HDP jak na straně poptávky, tak na straně nabídky. Významné a ojedinělé byly důsledky změn v cenovém vývoji (dopady spotřebitelské inflace na spotřebu domácností, prudké změny cen ropy na světových trzích, výkyvy směnného kurzu koruny a cenový vývoj v zahraničním obchodě). V prvních třech čtvrtletích dominoval v ekonomice zahraniční obchod, avšak v posledním

kvartálu došlo ke značnému snížení. Naopak pak byly posíleny výdaje na konečnou spotřebu. Došlo rovněž k poklesu podílu tvorby hrubého kapitálu na HDP, výrazný pokles zaznamenala průmyslová produkce (pokles ve 4. čtvrtletí téměř zcela eliminoval její růst z předchozích čtvrtletí, meziročně +0,4 %), i stavební produkce (0,6 %). K největšímu nárůstu HDP tedy dochází v 1. a 2. čtvrtletí, nejméně pak ve 4. čtvrtletí.

Pokles výkonnosti ekonomiky pokračoval i v roce 2009, kdy vstup České republiky do tohoto roku byl silně poznamenán vývojem v předchozím období, a to včetně celosvětového hospodářského útlumu a poklesu. Z hlediska ekonomického růstu byl rok 2009 nejhorší od roku 1995. Významný pokles HDP, který klesal již od 4. čtvrtletí 2008, přetrvával do 2. čtvrtletí 2009, poté mírně rostl. Výdaje na konečnou spotřebu zvýšily spíše výdaje státu než domácností, rovněž se zvýšil podíl čistého vývozu na HDP, neboť dovoz klesl více než vývoz. Výdaje na tvorbu hrubého fixního kapitálu rovněž zaznamenaly pokles, a to především snížením hmotných fixních aktiv do dopravních prostředků a ostatních strojů. Ke zvýšení podílu výdajů na konečnou spotřebu (o 2,7 p. b.) přispěly větším podílem výdaje vlády a neziskových institucí, než spotřební výdaje domácností.

Vývoj inflace

Důležitým makroekonomickým ukazatelem je inflace. Ta představuje zvyšování cenové hladiny v ekonomice v čase, nebo také snížení kupní síly peněz. Jedná se o ukazatel, o kterém lze říci, že je „provázán“ s chováním úrokových sazeb. Právě úrokové sazby s určitým předstihem předpovídají vývoj inflace, a to svým přesně opačným chováním oproti chování inflace. Lze tedy pozorovat při snížení kupní síly peněz (růstu inflace) růst úrokových sazeb. Zvýšení nároků majitelů akcií a zvýšení jejich výnosů je tedy pouze relativní, neboť akcionáři sice dostávají vyšší dividendy z držby akcií, avšak kupní síla peněz klesla. Vývoj inflace v jednotlivých letech je zachycen v tabulce 3.2. Výchozím průměrem spotřebitelských cen 100 je rok 2005.

Tab. 3.2: Vývoj inflace v letech 2006 až 2009, predikce 2010 až 2014

	Hodnota	2006	2007	2008	2009	Predikce				
						2010	2011	2012	2013	2014
Spotřebitelské ceny	Průměr 2005=100	102,5	105,4	112,1	113,3	115,0	117,6	120,4	123,1	125,5
Míra inflace	%	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	2,3	2,4	2,2	1,9

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů MFČR

V letech 2006 a 2007 se míra inflace pohybuje na hodnotách 2,5 % a 2,8 %. S nastalou finanční krizí však její hodnota rázově naroste na 6,3 % v roce 2008. Od roku 2009 je znatelný mírnější nárůst 1 %, který pokračuje v predikci dle Ministerstva financí České republiky až do roku 2012 na úroveň 2,4 %, odkdy začne klesat.

Vývoj úrokových sazeb

Jak bylo zmíněno výše, úrokové sazby jsou úzce spojeny s vývojem inflace. O úrokových sazbách je možné říci, že jsou jakýmsi „předukazatelem“ vývoje inflace. Je-li v budoucnu očekávána změna kupní síly peněz, reaguje na to úroková sazba vlastní změnou. Pokud věřitel v budoucnu očekává pokles kupní síly peněz, bude od dlužníka požadovat „náhradu“ za tento pokles, a to právě prostřednictvím zvýšení úrokových sazeb. Vývoj úrokových sazeb a vývoj inflace jsou k sobě inverzní. V následující tabulce 3.3 je zachycen vývoj úrokových sazeb v jednotlivých letech.

Tab. 3.3: Vývoj ročních průměrů sazby PRIBOR v jednotlivých letech

	2006	2007	2008	2009
1 denní PRIBOR	2,10 %	2,77 %	3,44 %	1,58 %
1M PRIBOR	2,22 %	2,96 %	3,81 %	1,93 %
3M PRIBOR	2,30 %	3,09 %	4,04 %	2,19 %
6M PRIBOR	2,42 %	3,21 %	4,11 %	2,39 %
9M PRIBOR	2,54 %	3,32 %	4,16 %	2,52 %
Roční PRIBOR	2,65 %	3,42 %	4,20 %	2,63 %

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů ČNB

Z tabulky, zachycující vývoj průměrné pražské nabídkové sazby uplatňované při obchodování mezi bankami v České republice - PRIBOR¹¹, je patrný rostoucí trend v jednotlivých letech, a to do roku 2008. V tomto roce panuje mezi bankami značná nedůvěra, a tak se sazba vyšplhala na 4,20 %. V roce 2009 došlo k prudkému poklesu sazeb, přičemž se roční PRIBOR dostává pod úroveň, které dosahoval v roce 2006. Důvodem je snaha České národní banky oživit obchodování a posílit důvěru na českém mezibankovním trhu.

Vývoj nezaměstnanosti

Dalším důležitým makroekonomickým faktorem je vývoj nezaměstnanosti. S vyšší nezaměstnaností se vytrácí ochota lidí utrácet své peníze, mají naopak sklon je spořit. Stejně tak se vytrácí ochota své prostředky umisťovat na akciový trh. Znamená to tedy, že pokud je

¹¹ Zkratka PRIBOR z anglického názvu **P**rague **I**nter**B**ank **O**ffered **R**ate

nezaměstnanost na své přirozené míře, akciový trh není výrazně ohrožen. Pokud nezaměstnanost roste, dochází k poklesu investovaných prostředků. Vývoj nezaměstnanosti v jednotlivých letech je zachycen v tabulce 3.4.

Tab. 3.4: Vývoj nezaměstnanosti v letech 2006 až 2009, včetně predikce let 2010 až 2013

	Hodnota	2006	2007	2008	2009	Predikce			
						2010	2011	2012	2013
Nezaměstnanost	prům. v tis. osob	371	276	230	352	387	380	358	343
Míra nezaměstnanosti	průměr v %	7,1	5,3	4,4	6,7	7,3	7,2	6,8	6,5

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů MFČR

Z tabulky je patrný klesající trend míry nezaměstnanosti v letech 2006 až 2008, v roce 2009 dochází k růstu, který je očekáván i v roce 2010. Důvodem je nastalá finanční krize a s ní spojené snižování nákladů v podnicích, které jsou představovány zejména také snižováním stavů zaměstnanců. Od roku 2011 je predikován opět pokles míry nezaměstnanosti.

Směnné kurzy

Posledním makroekonomickým ukazatelem, jehož vývoj bude v rámci práce sledován, je směnný kurz. Pohyby směnného kurzu jsou významné pro dovozce i vývozce. Pro dovozce je výhodnější pokles devizového kurzu, neboť tak dochází ke snižování jeho nákladů. Opačně je tomu u vývozců, pro které je příznivější rostoucí směnný kurz, neboť tak rostou jeho tržby.

Vývoj směnných kurzů v letech 2006 až 2009, včetně predikce let 2010 až 2014 je zachycen v následující tabulce 3.5.

Tab. 3.5: Vývoj směnných kurzů v letech 2006 až 2009, včetně predikce let 2010 až 2014

	Hodnota	2006	2007	2008	2009	Predikce				
						2010	2011	2012	2013	2014
CZK/EUR	Roční průměr	28,34	27,76	24,94	26,45	25,29	24,3	23,6	22,9	22,2
	Zhodnocení v %	5,1	2,1	11,3	-5,7	4,6	3,9	3,0	3,0	3,0
CZK/USD	Roční průměr	22,61	20,31	17,03	19,06	19,11	18,7	18,2	17,6	17,1
	Zhodnocení v %	5,9	11,3	19,2	-10,6	-0,3	2,1	3,0	3,0	3,0

Zdroj: vlastní zpracování dle údajů MFČR

V jednotlivých letech je znatelné postupné posilování domácí měny (CZK) vůči oběma zvoleným zahraničním měnám, tedy vůči euru (EUR) i americkému dolaru (USD), a to do roku 2008. V roce 2009 dojde k jejímu oslabení, avšak v případě amerického dolaru se kurz koruny udrží pod úrovní 20 CZK/USD. Ministerstvem financí České republiky je dále predikováno posilování koruny vůči oběma měnám.

3.2.2 Analýza mikroprostředí

Prvním krokem u analýzy mikroprostředí je zařazení společnosti do odvětví, ve kterém působí. Jak již bylo zmíněno v teoretické části, od roku 2008 se ke členění využívá klasifikace CZ-NACE. Dle této klasifikace je společnost TNT Express řazena do sekce H - Doprava a skladování, a zde do třídy 53.2 Ostatní poštovní a kurýrní činnosti. Třída dle oficiálního výčtu zahrnuje přijímání, třídění, přepravu a doručování (tuzemské nebo mezinárodní) listovní pošty, poštovních balíků a balíčků firmami fungujícími mimo rámec poštovní licence. Společnost TNT Express však zajišťuje přepravu jakýchkoliv zásilek.

Odvětví dopravy a skladování

Odvětví, do kterého společnost TNT Express spadá, lze charakterizovat jako odvětví cyklické, neboť v době, kdy se ekonomice daří a firmy mezi sebou posílají větší objemy zásilek, se zvyšují i tržby expresních společností, a naopak. Stejně jako jiná cyklická odvětví byl tedy i přepravní trh poznamenán nastalým ekonomickým útlumem. Uplynulé dva roky byly poznamenány redukcí, představovanou zvyšujícími se nároky klientů na snižování nákladů spojených s přepravou a posilujícími se konkurenčními tlaky. Přepravní společnosti byly nuceny snižovat své náklady a optimalizovat své logistické procesy. Tato opatření, nutná k přežití podniků, však tyto společnosti naopak posílila a umožnila jim růst i v tomto nepříznivém období.

Díky kvalitě přepravy, flexibilitě, spolehlivosti, přesnosti dodávek a rychlosti má na českém přepravním trhu zcela dominantní postavení silniční doprava. Vedle klasické silniční dopravy nabízejí dopravci logistické činnosti, jako například skladování, balení, označování zásilek apod. V závislosti na logistických požadavcích zákazníků jsou nákladní vozidla schopna rychle reagovat a procházejí každým rokem značnými inovacemi. Nepříznivou součástí silniční dopravy je její dopad na životní prostředí. Řada společností proto posiluje svůj důraz na snižování a omezování vypouštění CO₂ do ovzduší.

Výběr způsobu dopravy závisí na konkrétních požadavcích zákazníků. Vedle rychlosti dodání zboží hraje významnou roli také poměr ceny a výkonu, u tahačů pak z důvodu ochrany životního prostředí i stáří vozového parku. Určitá odvětví, například obchodní řetězce, pak dopravu řeší nájmem externí firmy, nebo si dopravu zajišťují z vlastních zdrojů. Výběr dopravy také závisí na destinacích v přepravě figurujících. Kontejnerové dopravy dodávek je využíváno při přepravě zboží do a ze zámoří. V rámci Evropy převládá smluvní kamionová doprava, kdy jsou nejčastěji objednávány celovozové zásilky. Významnou součástí tvoří také

železniční doprava, a v současnosti se začíná ve větším měřítku využívat také kombinovaná doprava (silnice/železnice/silnice). Způsob dopravy se samozřejmě promítne v ceně přepravovaného zboží. Cílem přepravních společností je také zajistit, aby žádná cesta nebyla nevyužitá. To znamená, že se společnosti snaží dopravu co nejvíce zefektivnit tím, že po dodání zásilky do určitého místa je z dané destinace přijata nová zásilka, kterou je nutné doručit při cestě zpět do distribučního centra.

Po silniční dopravě je druhým nejvyužívanějším způsobem přepravy železniční doprava. Ačkoli má své tradiční místo na trhu, je postupně mírně odsunována do pozadí, a to v důsledku vyspělých technologií ve strojírenství a stavebnictví, které urychlily rozvoj silniční dopravy. Výhodou přepravy po železnici však stále zůstává její cena v určitých segmentech. Nejčastěji jsou po kolejích přepravovány zásilky ve velkých objemech, které není možné či je problematické převézt je po silnici. Nejčastěji se jedná o komodity typu železa, uhlí a koks, velké strojní části, chemické výrobky a kapalná paliva, stavebniny, dřevo a papírenské výrobky. Své opodstatnění má železniční doprava hlavně při dlouhých přepravních vzdálenostech a při přepravě hromadných zásilek. Současné modernizované koridory disponují rychlostí a spolehlivostí, zákazníkům je umožněno určit požadovaný přesný čas dojezdu zásilky. Zákazníci se mohou také informovat o stavu a poloze svých zásilek.

Alternativou k pozemním způsobům dopravy je vodní doprava. Je nezastupitelnou při přepravě nadměrných zásilek, které nesplňují podmínky rozměrů či hmotnosti běžné přepravy. Jsou tak například přepravovány obiloviny či šroty. Je využívána například strojírenskými podniky (Vítkovice, Škoda Plzeň) při přepravě jejich produktů, u kterých by pozemní doprava byla problematická. Výhodou vodní dopravy je, že za použití vodní cesty se neplatí, a doprava je tedy nejlevnější.

Posledním způsobem přepravy je letecká doprava. Je významná svou rychlostí, spolehlivostí a četností spojů, avšak není příliš využitelná pro kratší vzdálenosti. Mezi zásilky přepravované letecky patří křehké a termínované zboží, náhradní díly, módní zboží, léky, zvířata, čerstvé maso, ovoce, zelenina, květiny, hodnotné zboží a další.

Tržby služeb, kam se doprava a skladování řadí, vykazovaly v roce 2006 meziroční růst o 5 %. Konkrétně tržby odvětví dopravy dosahovaly růstu 5,2 % oproti minulému roku, na čemž se nejvíce podílela železniční doprava, následně silniční. Významný vliv měl také vývoj vedlejších a pomocných činností v dopravě, kde v důsledku výrazného zvýšení tržeb za prodej zboží, provozovaného některými významnými podniky jako vedlejší činnosti, tržby

vzrostly. Poklesem tržeb byla poznamenána vnitrozemská vodní doprava, na přibližně stejné úrovni se udržely tržby letecké dopravy.

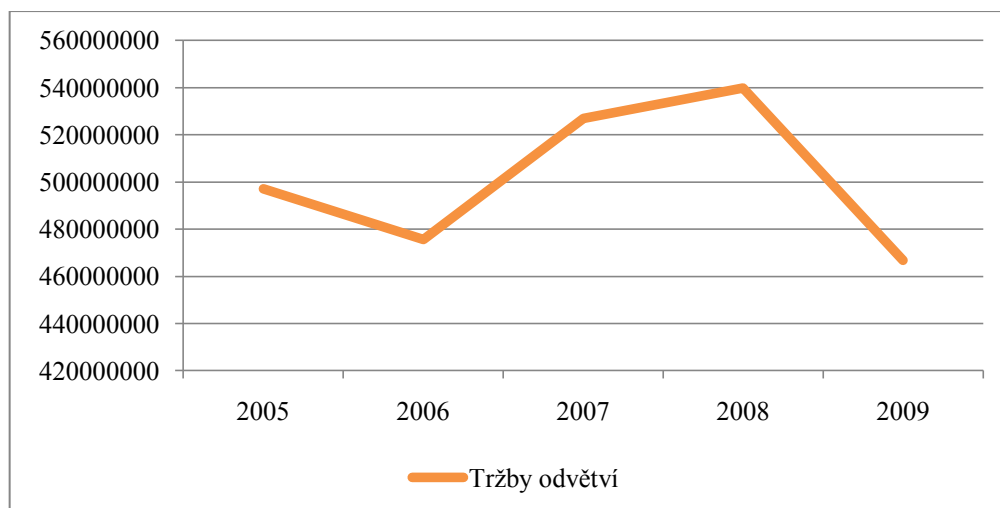
Úspěšným pro odvětví byl také rok 2007, kdy tržby v dopravě meziročně vzrostly o 7,9 %, což byl nejvyšší meziroční růst za posledních 7 let. Tržby rostly především ve vedlejších a pomocných činnostech v dopravě (růst o 14,3 %) a také v činnosti cestovních kanceláří a agentur. Nejvýznamnější dopravní obor z hlediska podílu na celkových tržbách – silniční doprava, také vzrostla (o 4,2 %). Stejně tak tržby v letecké dopravě vykazovaly meziroční růst o 8,2 %, a také železniční doprava vykazovala růst tržeb o 1,3 %. Tržby v poštovních a kurýrních činnostech vzrostly o 8,5 %, a to především díky tržbám subjektů konkurujících státní poště. Do vývoje tržeb vedlejších a pomocných činností v dopravě se promítá zvyšování významu České republiky jako proexportně orientované, tranzitní země.

S rokem 2008 přišel globální ekonomický útlum, kterým bylo poznamenáno každé cyklické odvětví. Tržby odvětví buďto klesaly, nebo minimálně vykazovaly zpomalení tempa růstu. Tržby v odvětví dopravy se v tomto roce v důsledku finanční krize snížily o 1,3 %, což bylo největší snížení od roku 2003. Silniční doprava zaznamenala pokles o 4,9 % (nejvyšší od roku 1997), tržby železniční dopravy klesly o 4 %, letecká doprava zaznamenala pokles pouze o 0,3 %. Poštovní a kurýrní činnosti zaznamenaly historicky nejvyšší pokles tržeb, a to o 5,8 %. Výjimku v roce 2008 tvořily vedlejší a pomocné činnosti v dopravě, které vykazaly meziroční růst 3,2 %.

V roce 2009 byl zaznamenán pokles tržeb ve službách o 9,3 %, růst zaznamenaly pouze poštovní, kurýrní a informační činnosti. Pokles byl ovlivněn především dopravou a skladováním, která je objemově nejvýznamnějším odvětvím, a v roce 2009 zaznamenala pokles o 9,5 %. Důvodem poklesu byla především pozemní a potrubní doprava, a pokles vykazovalo také skladování a vedlejší činnosti v dopravě (o 8,1 %). Růst tržeb výše zmíněných poštovních a kurýrních činností dosahoval 4,7 %

Graf 3.1 zachycuje vývoj tržeb odvětví dopravy a skladování let 2005 až 2009.

Graf. 3.1: Vývoj tržeb odvětví dopravy a skladování let 2005 až 2009



Zdroj: vlastní zpracování dle údajů ČSÚ

Zhodnocení struktury odvětví

Mezi základní konkurenční faktory působící na činnost společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o., a které jsou zhodnoceny, patří dodavatelé, kterými jsou především dodavatelé služeb z oblasti dopravy, a odběratelé, tedy klienti využívající mezinárodní či vnitrostátní zasilatelské služby. Důležitým faktorem je konkurence působící na českém expresním trhu a případná hrozba nově přichozích expresních společností. Poslední zhodnocení zahrnuje možnosti náhrady vlastních služeb společností.

Dodavatelé

Mezi strategické dodavatele přepravních služeb, kdy společnost TNT Express uplatňuje stoprocentní outsourcing, patří například česká společnost Jindřich Muk, která rovněž ve spolupráci s TNT Express poskytuje aktivity v oblasti vnitrostátního výběru a doručení zásilek, či německá společnost Sauer-Transport. V rámci letecké přepravy zásilek společnost spolupracuje se „sesterskou“ společností TNT Airways S. A., nebo také s leteckou společností KLM Royal Dutch Airlines N. V. či Emirates. Významným dodavatelem v oblasti IT zařízení je společnost Hewlett-Packard s. r. o., v rámci komunikace společnosti Nokia Czech Republic, s. r. o. a Telefónica O2 Czech Republic, a. s. V oblasti pronájmu budov pak lze zmínit společnost Amesbury, s. r. o.

Odběratelé

Zákazníky, kterým TNT Express nabízí své služby, jsou v České republice především výrobní firmy z oboru elektroniky či hi-tech, dále telekomunikační firmy a společnosti

ze sektoru automobilového průmyslu. Další skupinou klientely jsou společnosti dovážející různé komponenty, které jsou zde opraveny či přepracovány a následně jsou dále posílány do světa. Velmi často jsou přepravovány také vzorky pro nemocnice, tedy i medicínská oblast je součástí klientely.

Konkurence

TNT Express Worldwide, spol. s r. o. patří na českém expresním trhu do tzv. „velké čtyřky“, kdy se o podíl na trhu dělí se společnostmi FedEx Trade Networks Transport & Brokerage (Czech Republic) s. r. o., DHL Express (Czech Republic) s.r.o. a United Parcel Service Czech Republic s. r. o. Jedná se o společnosti, jejichž činností je expresní přeprava zásilek.

Nová konkurence

Prosazení se na exportním trhu může být pro novou konkurenci poměrně problematické, obzvláště pokud jde o exportní služby. Zajištění leteckých přeprav může být složitou záležitostí, a tak se spíše předpokládá případná spolupráce těchto nových konkurentů s již působícími společnostmi. V rámci vnitrostátní přepravy jsou vyhlídky příznivější, avšak důležitou roli hraje způsob, jakým se tyto nové a neznámé společnosti dostanou do širšího povědomí zákazníků.

Náhradní výrobky (služby)

Expresní služby nabízené společnostmi TNT Express jsou poměrně specifického charakteru. Pro zákazníka jsou rozhodující jeho konkrétní požadavky, dle kterých si vybírá dodavatele, který jeho požadavky uspokojí v nejvyšší možné míře a s nejnižšími náklady. Pro společnost je tedy zásadním posláním tyto požadavky vždy splnit tak, aby zákazníkovi co nejlépe vyhověl, musí se stále seznamovat s novými nároky zákazníků a přemýšlet ve své strategii tak, aby své služby stále více zdokonaloval oproti konkurenčním službám.

3.2.3 SWOT analýza

V rámci SWOT analýzy jsou zjišťovány nejen silné a slabé stránky podniku, ale rovněž příležitosti a ohrožení působící na podnik z jeho okolí.

Mezi **silné stránky** společnosti lze ve výčtu uvést následující:

- tradice a známost společnosti mezi klientelou,
- člen nadnárodně známého a uznávaného koncernu,

- schopnost společnosti zvýšit tržby a vytvořit zisk v době nepříznivé ekonomické situace,
- kvalifikovaná pracovní síla,
- neustálá snaha o zdokonalování vlastních služeb,
- certifikace v oblasti ochrany životního prostředí (dle normy ISO 14001), v oblasti pracovněprávních vztahů (podle OHSAS 18001), úspěšné obhájení certifikátu Investování do rozvoje lidí IiP,
- zohledňování ochrany životního prostředí (Planet Me[®]),
- trvalá snaha o úplnou eliminaci pracovních úrazů zvyšováním prevence a vzdělávání v oblasti bezpečnosti práce mezi zaměstnanci.

Mezi **slabé stránky** společnosti patří například:

- vliv ceny ropy a pohonných hmot na nákladovost,
- nedodržení pravidla solventnosti,
- vliv přírodních podmínek na doručování zásilek.

Ve výčtu **příležitostí** lze uvést:

- zlepšování nabízených služeb,
- hledat nová řešení pro konkrétní požadavky zákazníků,
- získání klientely od konkurence k vlastním službám,
- nové či obhájené certifikace,
- rozvoj spolupráce s místní komunitou v oblastech podpory škol a zlepšování životního prostředí.

Mezi **hrozby** společnosti patří:

- ztráta zákazníků jejich odchodem ke konkurenci,
- zvyšující se konkurenční tlak,
- zvyšující se zákaznické požadavky na snížení nákladů souvisejících s přepravou,
- částečný vliv legislativy,
- nepříznivý vývoj ceny ropy a pohonných hmot,
- nedodržení standardů svých služeb vlivem nepříznivého počasí (prodloužení doby doručení).

3.3 Finanční analýza

V této části je zhodnocen vývoj položek rozvahy a výkazu zisku a ztrát v letech 2006 až 2009, které jsou obsahem příloh č. 2 a 3, a to pomocí horizontální a vertikální analýzy. Zároveň jsou vyhodnoceny poměrové ukazatele, podávající přehled o finančním zdraví společnosti. Horizontální analýzy jsou obsaženy v přílohách č. 4 a 5, vertikální analýzy pak v přílohách č. 6 a 7.

3.3.1 Horizontální analýza

Horizontální analýza, zachycující historický vývoj jednotlivých položek daného výkazu, byla provedena u položek aktiv a pasiv, a položek výkazu zisku a ztráty. K výpočtům byly použity vzorce (2.1) a (2.2).

Horizontální analýza aktiv a pasiv

Řada položek aktiv vykazuje kolísající či klesající tendenci. Značného kolísání dosahuje ve sledovaném období dlouhodobý hmotný majetek, kdy v roce 2007 vzrostl oproti roku 2006 o 61,76 %, v roce 2008 klesá o 10,18 %, a v roce 2009 o dalších 24,16 %. Nejvýraznějšího zvýšení dosáhly v roce 2007 stavby, což bylo vyvoláno zhodnocením pronajatých budov. Samostatné movité věci v tomtéž roce zaznamenaly růst 8 %, následně klesají až o 28,57 % v roce 2009. Značný pokles vykazuje rovněž dlouhodobý nehmotný majetek, v roce 2009 až o 32,06 %. V roce 2008 se projevil v poklesu oběžných aktiv především pokles krátkodobých pohledávek, a to o 41,55 %. Klesající tendenci vykazují pohledávky za společníky, tedy společností nejsou poskytovány žádné nové půjčky. Kolísavého trendu dosahují pohledávky z obchodních vztahů, kdy v roce 2008 je zaznamenán růst 37,98 %, následuje pokles o 12,6 %, a v roce 2009 opět růst 25,65 %. Ten je v roce 2009 zapříčiněn stále trvající finanční krizí, kdy se zhoršila platební morálka a solventnost zákazníků. Významný nárůst je zřetelný v roce 2009 také u krátkodobého finančního majetku. Ten je zapříčiněn znatelným zvýšením tohoto KFM na účtech v bankách, kdy jsou společníky spláceny půjčky jim poskytnuté v minulosti.

Největšího výkyvu v jednotlivých letech dosahuje výsledek hospodaření minulých let, kdy je jeho podstatná část ve formě zisku po zdanění z minulého roku rozdělena dle rozhodnutí jediného společníka. V roce 2008 došlo k poklesu vlastního kapitálu o 52,56 %, což bylo způsobeno snížením právě výsledku hospodaření minulých let ve formě vyplacených podílů na zisku. Kolísavý trend lze zaznamenat u výsledku hospodaření běžného období, kdy

z počátku klesá, pak roste, a v roce 2009 klesá o 22,71 %. Klesající tendenci pak vykazují dlouhodobé závazky, kde v jednotlivých letech klesá odložený daňový závazek. Naopak krátkodobé závazky v letech rostou díky rostoucím závazkům z obchodních vztahů, jejichž tempo růstu se snižuje z 81,56 % v roce 2007 na 3,25 % v roce 2009, a dohadným účtům pasivním.

Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb zaznamenaly v důsledku finanční krize zpomalující se tempo růstu, z 10,31 % v roce 2007 na 2,02 % v roce 2009. Vývoj výkonové spotřeby kopíruje především výkon služeb, které po růstu 18,11 % v roce 2007 zpomalily na 10,43 %, následně opět mírně zrychlily na 11,68 % v roce 2009. V tomtéž roce došlo ke snížení mzdových nákladů v důsledku snižování stavů. Významný pokles byl zaznamenán v roce 2008 v případě rezerv. V tomtéž roce byl zaznamenán nárůst ve finančním výsledku hospodaření v důsledku snížení ostatních finančních nákladů. Výsledek hospodaření za běžnou činnost po meziročním růstu 3,87 % v roce 2009 klesl o 22,71 %, a to v důsledku přetrvávající finanční krize. Největšího kolísání dosahuje finanční výsledek hospodaření, který v roce 2007 klesl do záporných hodnot, avšak od roku 2008 již dosahoval hodnot kladných. Klesající tendence je znatelná u přidané hodnoty, hodnoty jsou však poměrně stabilní.

3.3.2 Vertikální analýza

U jednotlivých položek aktiv a pasiv, i u jednotlivých položek výkazu zisku a ztrát, byla rovněž provedena vertikální analýza. Výpočty byly provedeny dle vzorce (2.3).

Vertikální analýza aktiv a pasiv

Prostřednictvím vertikální analýzy aktiv a pasiv je sledována vnitřní struktura majetku podniku i struktura zdrojů jeho krytí. Analýza spočívá ve vzájemném porovnávání jednotlivých položek aktiv a pasiv k celkové částce aktiv a pasiv.

Nejvyššího podílu na aktivech ve všech sledovaných letech mají oběžná aktiva, a to konkrétně krátkodobé pohledávky. Významnou roli zde zpočátku sledovaného období hrají zejména pohledávky za společníky a za účastníky sdružení, jejichž výše však časem klesá, a naopak roste podíl pohledávek z obchodních vztahů. Ačkoli v souhrnu podíl krátkodobých pohledávek na celkových aktivech klesá, v roce 2009 došlo k navýšení

peněžních prostředků na účtech v bankách, a to má za následek udržení relativně stejné hladiny podílu oběžných aktiv na celkových aktivech, která se v průměru pohybuje kolem 91 %. Druhý nejvyšší podíl, avšak v porovnání s podílem oběžných aktiv podstatně nižší, má dlouhodobý majetek, konkrétně dlouhodobý hmotný majetek.

Nejvyšší podíl na celkových pasivech ve všech sledovaných letech má vlastní kapitál, především výsledek hospodaření běžného období. Podíl vlastního kapitálu však postupně klesá, což je způsobeno zvyšujícím se podílem cizích zdrojů, zejména krátkodobých závazků, kdy roste hodnota závazků z obchodních vztahů a dohadných účtů pasivních.

Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

U vertikální analýzy VZZ jsou vztaženy jednotlivé položky výkazu k celkovým tržbám v daném roce. Je vyjádřen jejich procentní podíl na daných tržbách sledovaného roku.

Největšího podílu na tržbách v jednotlivých letech dosahuje položka přidané hodnoty, která dosahuje v průměru 37 %. Klesající tendence je zde způsobena klesajícím trendem výše přidané hodnoty oproti rostoucím tržbám, podíly klesají z 42,6 % v roce 2006 na 30,17 % v roce 2009. Osobní náklady se v průměru pohybují kolem 12 % podílem na tržbách, přičemž v důsledku snižování stavů klesají. Klesající hodnoty vykazuje také provozní výsledek hospodaření, z 29 % v roce 2006 klesá na 17,82 % v roce 2009. Stejně jako provozní výsledek hospodaření vykazuje klesající tendenci také výsledek hospodaření za běžnou činnost, z 21,65 % v roce 2006 na 13,68 % v roce 2009.

3.3.3 Analýza poměrových ukazatelů

Princip analýzy spočívá v poměrování příslušných položek. V subkapitole jsou zhodnoceny ukazatele finanční stability a zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity ve sledovaném období let 2006 až 2009 společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o. Hodnoty jsou získány z účetních výkazů společnosti uvedených let.

3.3.3.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

K výpočtu jednotlivých ukazatelů finanční stability a zadluženosti jsou použity vzorce (2.4), (2.5), (2.6) a (2.7). Hodnoty jednotlivých ukazatelů obsahuje tabulka 3.6.

Tab. 3.6: Ukazatele finanční stability a zadluženosti ve sledovaných letech

	vzorec	2006	2007	2008	2009
Podíl VK na A	(2.4)	78,47 %	80,22 %	61,21 %	57,57 %
Celková zadluženost	(2.5)	21,19 %	19,78 %	38,07 %	40,42 %
Zadluženost VK	(2.6)	27,00 %	24,66 %	62,19 %	70,21 %
Majetkový koeficient	(2.7)	1,27	1,25	1,63	1,74

Zdroj: vlastní zpracování

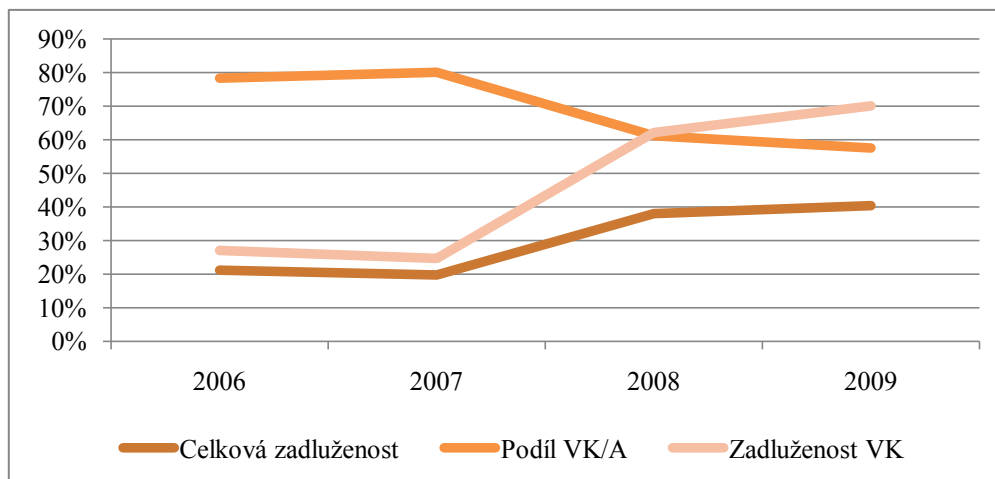
Ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech říká, kolik Kč vlastního kapitálu připadá na 1 Kč aktiv. K upevňování finanční stability dochází tehdy, je-li ukazatel rostoucí. Toho je však dosaženo pouze v roce 2007, v dalších letech ukazatel klesá. To je způsobeno především poklesem hodnoty aktiv, neúměrně s poklesem vlastního kapitálu.

Ačkoli by měla být celková zadluženost klesající, ukazatel vykazuje opačný trend, a kromě roku 2007 roste. Obecně to znamená, že se věřitelům zvyšuje riziko při zapůjčení svých prostředků podniku. Růst je zapříčiněn mírně rostoucím zadlužením podniku, neúměrně s poklesem aktiv společnosti. Protože však společnost nemá žádné úvěry, zadluženost je tvořena krátkodobými závazky z obchodních vztahů, závazky k zaměstnancům či vůči státu.

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu vyjadřuje, kolik Kč dluhu připadá na 1 Kč vlastního kapitálu. Doporučované hodnoty ukazatele jsou v rozmezí od 80 % do 120 %. Ve sledovaném období společnost TNT Express Worldwide, spol. s r. o. dosahuje poměrně nižších hodnot, avšak je znatelný rostoucí trend a postupné přibližování se spodní hranici 80 %. Důvodem jsou rostoucí cizí zdroje a pokles, kromě rostoucího roku 2007, vlastního kapitálu.

Hodnoty majetkového koeficientu, který představuje podíl celkových aktiv na vlastním kapitálu, vykazují mírně rostoucí tendenci ke konci sledovaného období, naopak v roce 2007 mírný pokles. Grafický vývoj ukazatelů zadluženosti obsahuje graf 3.2.

Graf 3.2: Vývoj ukazatelů finanční stability a zadluženosti v letech 2006 až 2009



Zdroj: vlastní zpracování

3.3.3.2 Ukazatele rentability

Obecně platí, že čím je podnik rentabilnější, tím je pro investory zajímavější. Rentabilita vyjadřuje schopnost podniku vytvářet nové zdroje. Vývoj rentability aktiv, vlastního kapitálu a tržeb, jejichž hodnoty jsou vypočteny dle vzorců (2.8), (2.9), (2.10), zachycuje tabulka 3.7.

Tab. 3.7: Vývoj rentability v letech 2006 až 2009

	vzorec	2006	2007	2008	2009
ROA	(2.8)	59,13 %	48,63 %	77,10 %	61,42 %
ROE	(2.9)	56,19 %	45,62 %	99,88 %	81,69 %
ROS	(2.10)	21,65 %	18,37 %	18,06 %	13,68 %

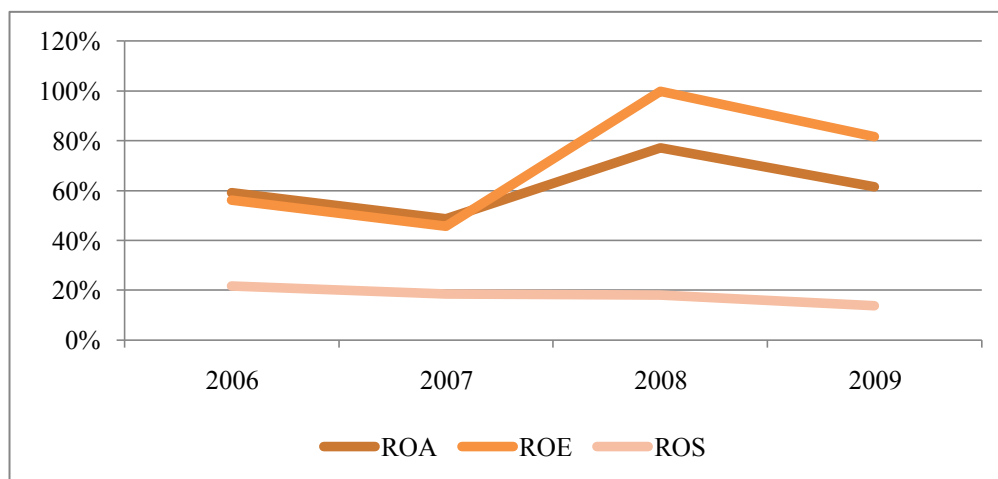
Zdroj: vlastní zpracování

Rentabilitou aktiv (ROA) je poměřován zisk k celkovým aktivům. Z tabulky je zřejmé, že ukazatel dosahuje kolísavého trendu, ačkoliv je preferován spíše rostoucí. Toho je dosaženo v roce 2008, v roce 2009 dojde, stejně jako v roce 2007, k poklesu. Ke kolísání dochází proto, že vývoj zisku a celkových aktiv je v každém roce opačný. V roce, kdy zisk roste (klesá), celková aktiva klesají (rostou).

Ukazatelem rentability vlastního kapitálu (ROE) je měřena celková výnosnost vlastních zdrojů. Rovněž tento ukazatel vykazuje tendenci v jednotlivých letech kolísat, ačkoli je opět požadován rostoucí trend. Kolísání je zapříčiněno rozdílným směrem vývoje zisku a vlastního kapitálu. Například v roce 2008 ukazatel vykazuje vysokou hodnotu 99,88 % z toho důvodu, že byl vyplacen vysoký podíl na zisku z minulých let, a hodnota vlastního kapitálu se tak snížila na hodnotu blízkou výsledku hospodaření běžného účetního období.

Rentabilita tržeb (ROS) udává, jak velké množství zisku je podnik schopen vytvořit z 1 Kč tržeb. Zde podnik dosahuje opačného vývoje, než který je žádoucí, neboť v jednotlivých letech hodnota ukazatele mírně klesá. Důvodem je opět neúměrný vývoj zisku, který v čase kolísá a spíše klesá, a vývoj tržeb, které naopak rostou. Vývoj hodnot ukazatelů v jednotlivých letech zachycuje graf 3.3.

Graf 3.3: Vývoj ukazatelů rentability v letech 2006 až 2009



Zdroj: vlastní zpracování

3.3.3.3 Ukazatele likvidity

Likvidita je vyjádřením schopnosti podniku dostát svým závazkům a zda podnik disponuje dostatečnými prostředky k provedení potřebných plateb. Ke zjištění hodnot jsou poměřovány různé úrovně oběžných aktiv ke krátkodobým závazkům. Vývoj ukazatelů je zachycen v následující tabulce.

Tab. 3.8: Vývoj likvidity v letech 2006 až 2009

	vzorec	2006	2007	2008	2009
Celková likvidita	(2.11)	4,689 6	4,942 6	2,333 1	2,284 5
Pohotová likvidita	(2.12)	4,689 6	4,942 6	2,333 1	2,284 5
Okamžitá likvidita	(2.13)	0,150 9	0,155 6	0,084 0	0,285 0
ČPK	(2.14)	405 688	453 831	190 918	198 252

Zdroj: vlastní zpracování

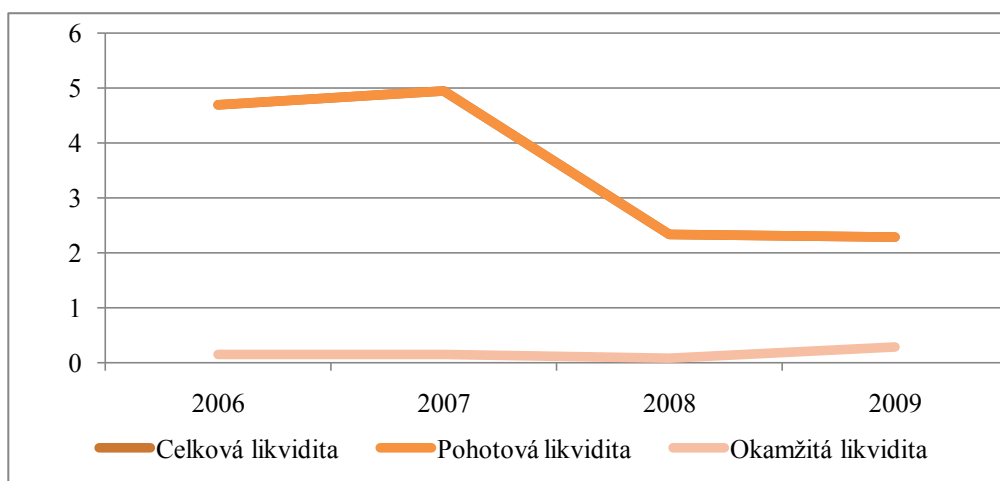
Z tabulky je zřejmé, že celková likvidita se ze začátku sledovaného období nepohybuje v rozmezí doporučených hodnot. V tomto rozmezí, od 1,5 do 2,5, se pohybuje až v letech 2008 a 2009. To je způsobeno pokračujícím růstem krátkodobých závazků, a především poklesem oběžných aktiv v roce 2008.

Pohotová likvidita vykazuje shodných hodnot, jako likvidita celková. Důvodem je, že společnost TNT Express Worldwide, spol. s r. o. nevykazuje žádné zásoby, které tak nemohou být k výpočtu pohotové likvidity odečteny od oběžných aktiv. Pohotová likvidita tak nedosahuje doporučených hodnot z intervalu 1,0 až 1,5.

Optimální hodnota okamžité likvidity, která udává, zda je podnik schopen okamžitě uhradit své krátkodobé závazky ze svých pohotových platebních prostředků, je 0,2. Této hodnotě se společnost přibližuje v letech 2006 a 2007. Následně dojde k poklesu a opět k růstu ukazatele, v roce 2009 na hodnotu 0,285. Tento nárůst je způsoben výrazným nárůstem pohotových platebních prostředků, a to ve formě prostředků na účtech v bankách.

Čistý pracovní kapitál představuje část oběžného majetku, který je v průběhu roku přeměněn v pohotové peněžní prostředky. Po úhradě krátkodobých závazků lze tyto prostředky použít k uskutečnění záměrů firmy. Z tabulky je patrný kolísavý trend. Vývoj ukazatelů likvidity zachycuje graf 3.4.

Graf 3.4: Vývoj ukazatelů likvidity v letech 2006 až 2009



Zdroj: vlastní zpracování

3.3.3.4 Ukazatele aktivity

Jednotlivé ukazatele aktivity byly vypočteny dle vzorců (2.15), (2.16), (2.17), (2.18) a jejich vývoj je zachycen v tabulce 3.9.

Tab. 3.9: Vývoj ukazatelů aktivity v letech 2006 až 2009

	vzorec	hodnota	2006	2007	2008	2009
Obrátka celkových aktiv	(2.15)	počet obrátů	2,04	1,99	3,39	3,44
Doba obratu aktiv	(2.16)	dny	176,77	180,77	106,34	104,74
Doba obratu pohledávek	(2.17)	dny	160,60	160,75	88,92	83,51
Doba obratu závazků	(2.18)	dny	35,59	34,03	39,77	41,87

Zdroj: vlastní zpracování

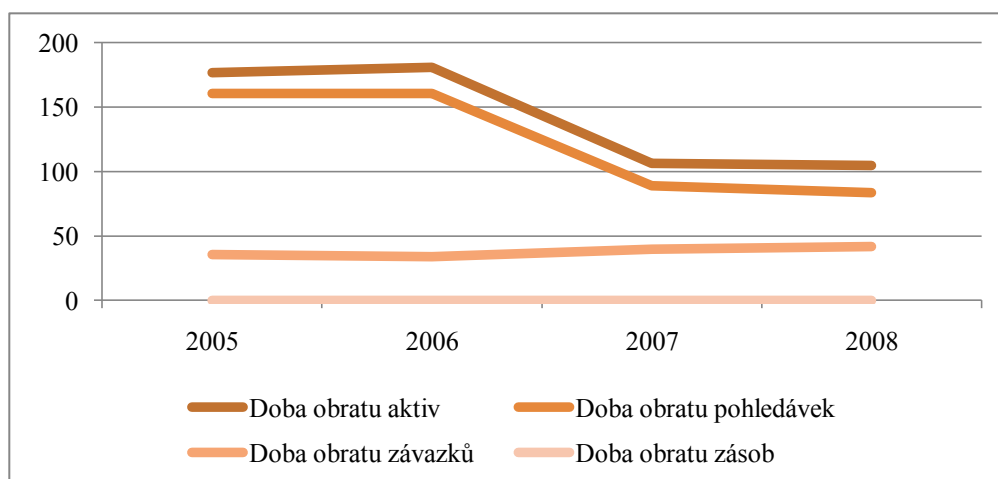
Kolísavý vývoj je u obrátky celkových aktiv způsoben rostoucím trendem tržeb při současném kolísavém vývoji celkových aktiv. Nejnížší hodnoty bylo dosaženo v roce 2007, nejvyšší v roce 2009. Tato vysoká hodnota je logická, neboť v době finanční krize je podnik nucen využívat svůj majetek v co nejvyšší míře.

Doba obratu je vyjádřena podílem sledované položky, vynásobené 360, k dosaženým tržbám. Kromě roku 2007, kdy dojde k mírnému nárůstu, je ve sledovaném období zřetelný požadovaný klesající trend u ukazatele doby obratu aktiv. Opět je důvodem rozdílný vývoj tržeb a celkových aktiv. Zrychlení na necelých 105 dní v roce 2009 opět potvrzuje, že podnik intenzivněji využívá svůj majetek.

Rovněž u doby obratu pohledávek je znatelný požadovaný klesající trend, kdy se počty dnů úhrady pohledávek snižují. Znamená to, že odběratelé zlepšují svou platební morálku vůči společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o.

Společnost TNT Express Worldwide, spol. s r. o. nevykazuje v jednotlivých letech žádné zůstatky u položky zásob, což je způsobeno hlavní činností společnosti. Při expresní zásilkové činnosti nejsou tvořeny žádné zásoby, a tak doba obratu zásob nebyla počítána. Vývoj jednotlivých ukazatelů zachycuje graf 3.5.

Graf 3.5: Vývoj ukazatelů aktivity v letech 2006 až 2009



Zdroj: vlastní zpracování

4 Ocenění podniku vybranými metodami

Kapitola je věnována hlavnímu cíli práce, kterým je ocenění společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o., a to k datu ocenění 1. ledna 2010. Společnost je oceňována výnosovými metodami. Z metod diskontovaných peněžních toků je ocenění provedeno metodou DCF-Entity, neboť je oceňována nezadlužená společnost. Volné peněžní toky plynoucí v tomto případě pouze vlastníkům (tedy FCFF jsou rovny FCFE) jsou diskontovány náklady celkového kapitálu (WACC). Další výnosovou metodou, kterou je společnost oceněna, je metoda kapitalizovaných zisků. Ocenění je provedeno oběma možnými metodami, a to analytickou i paušální metodou. Součástí kapitoly je sestavení finančního plánu, který obsahuje stěžejní údaje potřebné ke stanovení hodnot.

4.1 Finanční plán

K ocenění podniku výnosovou metodou je nutné sestavení finančního plánu, který zahrnuje plánovaný výkaz zisku a ztráty, plánovaný přehled o peněžních tocích a plánovanou rozvahu. Tyto plánované výkazy jsou odhadovány pro období let 2010 až 2014.

4.1.1 Prognóza tržeb do budoucna

K výpočtům a stanovení odhadů jednotlivých výkazů je zapotřebí sestavit prognózu tržeb pro odhadovaná období, tedy roky 2010 až 2014.

Prognóza tržeb společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o. daného období je stanovena na základě jejich historického vývoje let 2006 až 2009, a současně je přihlédnuto k podílu těchto tržeb na hrubém domácím produktu (dále HDP) stejného období.

V tabulce 4.1 je zachycen vývoj HDP v běžných cenách a tržby společnosti TNT Express v letech 2006 až 2009. Z tabulky je patrné, že i při poklesu HDP v roce 2009 nedochází k poklesu tržeb podniku, pouze ke zpomalení jejich tempa růstu. Znamená to, že podnik byl i při probíhající finanční krizi, která začala v roce 2008, schopen zvyšovat své tržby, a to i přesto, že vývoj cen pohonných hmot podléhá cyklickému vývoji a docházelo k jejich narůstání. Podnik však svými opatřeními ve snižování nákladů dosahoval nejen vyšších tržeb, ale byl schopen vytvořit, ač menší než v předchozím roce, zisk.

V tabulce je spočten podíl tržeb na HDP v jednotlivých letech, a to vzájemným poměřováním tržeb k HDP v daném roce. Těmito podíly, vyjádřených v procentech, jsou přiřazeny váhy významnosti. Nejvzdálenějšímu období je přiřazena váha nejnižší (tedy 1), nejbližšímu roku sledovaného období pak váha nejvyšší (tedy 4). V roce 2009 došlo

k mírnému nárůstu podílu tržeb na HDP, protože došlo k růstu tržeb, avšak k poklesu HDP. Výsledná hodnota průměrného podílu tržeb na HDP je stanovena ve výši 0,035 7 %.

Tab. 4.1: Podíl tržeb TNT Express Worldwide, spol. s r. o. na HDP

	Hodnota	2006	2007	2008	2009
HDP v b. c.	mld. Kč	3 222,000 0	3 535,000 0	3 689,000 0	3 626,000 0
Tržby TNT Express	mld. Kč	1,118 7	1,234 0	1,304 1	1,330 4
Podíl tržeb TNT Express na HDP	%	0,034 7	0,034 9	0,035 4	0,036 7
Váha	-	1	2	3	4
Součin váha · podíl	%	0,034 7	0,069 8	0,106 1	0,146 8
Součet vah	-	10			
Součet součinů	%	0,357 3			
Vážený průměr	%	0,035 7			

Zdroj: MFČR, Výroční zprávy společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o., vlastní zpracování

V následující tabulce 4.2 je zachycena prognóza tržeb pro období let 2010 až 2014, založena na podílu tržeb na HDP. Z predikované výše HDP je vypočten podíl tržeb ve výši 0,035 7 % v každém roce.

Tab. 4.2: Prognóza tržeb let 2010 až 2014 v závislosti na vývoji HDP

	Hodnota	2010	2011	2012	2013	2014
HDP v b. c.	mld. Kč	3 693,000 0	3 806,000 0	3 984,000 0	4 193,000 0	4 440,000 0
Podíl tržeb na HDP	%	0,035 7	0,035 7	0,035 7	0,035 7	0,035 7
Tržby TNT Express	mld. Kč	1,319 7	1,360 1	1,423 7	1,498 4	1,586 6
Tržby TNT Express	mil. Kč	1 319,690 0	1 360,070 4	1 423,678 6	1 498,364 5	1 586,629 7

Zdroj: MFČR, vlastní zpracování

Následně je spočteno průměrné tempo růstu tržeb z historických dat, což zachycuje tabulka 4.3. Je vypočteno tempo růstu tržeb jednotlivých let, rovněž jsou přiřazeny váhy těmto tempům v závislosti na jejich časové vzdálenosti od predikovaného období, a následně je spočteno tempo růstu tržeb pro predikované období jako vážený průměr.

Tab. 4.3: Průměrné tempo růstu tržeb z historických dat

	Hodnota	2006	2007	2008	2009
Tržby TNT Express	mil. Kč	1 118,683 0	1 234,008 0	1 304,081 0	1 330,386 0
Růst tržeb	%	-	10,309 0	5,678 5	2,017 1
Váhy		-	1	2	3
Součin růst tržeb · váhy	%	-	10,309 0	11,357 0	6,051 4
Součet vah		6			
Součet součinu	%	27,717 4			
Vážený průměr	%	4,619 6			

Zdroj: Výroční zprávy TNT Express Worldwide, spol. s r. o., vlastní zpracování

Na základě historických dat vývoje tržeb společnosti v letech 2006 až 2009 bylo stanoveno průměrné tempo růstu tržeb ve výši 4,619 6 %.

Celková prognóza tržeb TNT Express Worldwide, spol. s r. o. je stanovena pomocí kombinace prognózovaných tržeb historickou řadou a prognózovaných tržeb v závislosti na vývoji HDP. Opět jsou vyšší váhy významnosti přiřazeny dle historické řady, přičemž prognóze dle HDP je přiřazena nižší významnost (v důsledku vývoje tržeb, které nadále se zpomaleným tempem v roce 2009 rostly, a vývoje HDP, které ve stejném roce vykazovalo pokles). Tržby dle historického vývoje jsou upraveny tak, že v prvních dvou letech (2010 a 2011) je tempo růstu shodné s průměrným tempem růstu minulých let, tedy 4,619 6 %. V letech 2012 a 2013 dojde ke zrychlení tempa růstu tržeb na 5,619 6%, v posledním roce predikce je předpokládáno meziroční tempo růstu 6,619 6 %. K těmto zrychlením je přihlédnuto, neboť bylo v historii vypořováváno mírně rychlejší tempo růstu tržeb, než jaké tempo růstu vykazoval hrubý domácí produkt. Výslednou prognózu tržeb podniku zachycuje tabulka 4.4.

Tab. 4.4: Celková prognóza tržeb TNT Express Worldwide, spol. s r. o. pro období let 2010 až 2014

	Hodnota	2010	2011	2012	2013	2014
Tržby (dle hist. řady)	mld. Kč	1,391 8	1,456 1	1,538 0	1,624 4	1,731 9
Váha	-	5	4	3	2	1
Součin tržeb a vah	mld. Kč	6,959 2	5,824 6	4,613 9	3,248 8	1,731 9
Tržby (dle HDP)	mld. Kč	1,319 7	1,360 1	1,423 7	1,498 4	1,586 6
Váha	-	2,5	2	1,5	1	0,5
Součin tržeb a vah	mld. Kč	3,299 2	2,720 1	2,135 5	1,498 4	7,933 1
Součet tržeb	mld. Kč	10,258 4	8,544 7	6,749 4	4,747 2	2,525 2
Prognóza tržeb	mld. Kč	1,367 8	1,424 1	1,499 9	1,582 4	1,683 5
Tempo růstu	%	2,811 7	4,117 9	5,319 4	5,501 4	6,389 5

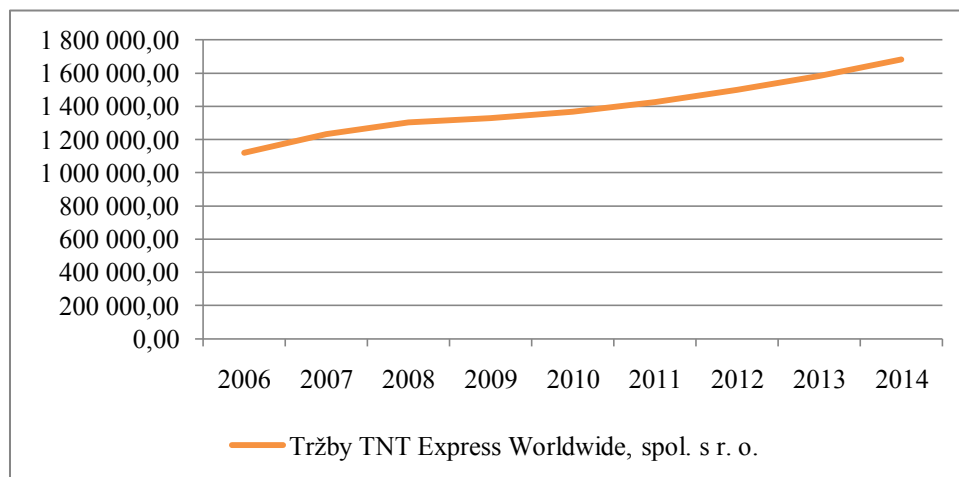
Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky vyplývá, že například v roce 2010 vzrostou tržby TNT Express Worldwide, spol. s r. o. o 2,811 7 %. V následujících letech prognózy lze pozorovat rostoucí tempo růstu

tržeb podniku, a to tempem rychlejším, než jaké vykazuje predikované HDP. Prognóza tak kopíruje vývoj v historii, kdy meziroční tempo růstu tržeb bylo mírně rychlejší než meziroční tempo růstu HDP.

Vývoj tržeb v jednotlivých letech je zachycen v grafu 4.1.

Graf 4.1: Vývoj tržeb TNT Express Worldwide, spol. s r. o. v letech 2006 až 2014 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

4.1.2 Plánované výkazy

Následným krokem po sestavení prognózy tržeb je sestavení jednotlivých plánovaných výkazů. Ty jsou nutnou součástí ocenění, neboť výnosové metody vycházejí z predikovaných finančních toků, které jsou sestavením těchto výkazů získány. Jednotlivé výkazy jsou predikovány pro období let 2010 až 2014 na základě jejich historického vývoje a vlastních hypotéz. U položek obtížně stanovovaných jsou v jednotlivých letech ponechávány konstantní hodnoty. Plánované výkazy tvoří přílohy č. 8 až 10.

Plán dlouhodobého výkazu zisku a ztráty

Dlouhodobý plán výkazu zisku a ztráty podává přehled o hospodaření podniku, kdy je zachycen výsledek hospodaření jednotlivých let. Tento výsledek hospodaření je tvořen rozdílem výnosových a nákladových položek ve výkazu zahrnutých.

Položka **výkony** zahrnuje stěžejní položku tohoto výkazu, a to **tržby za prodej vlastních výrobků a služeb**. Tyto tržby byly predikovány (včetně uvedení postupu jejich stanovení) výše. Tržby jsou tvořeny příjmy z poskytnutých služeb, tedy z příjmů za expresní přepravu zásilek a doprovodných služeb.

Výkonová spotřeba je součtem spotřeby materiálu a energie a využitých služeb. Budoucí hodnota **spotřeby materiálu a energie** byla stanovena ve výši 1,38 % z tržeb v jednotlivých letech, což představuje průměr podílů položky na tržbách v historii. **Služby** jsou tvořeny především kurýrními službami, jež společnost zajišťuje 100%ním outsourcingem, a dalšími doprovodnými službami. V historických letech vykazovala položka rostoucí trend podílu na tržbách, v roce 2009 podíl 68,8 %, a od roku 2010 je uvažováno o konstantním podílu na tržbách ve výši 69 %.

Přidaná hodnota je tvořena rozdílem mezi **výkony** a **výkonovou spotřebou**.

Vývoj položek je zachycen v tabulce 4.5.

Tab. 4.5: Plán výkonových položek let 2010 až 2014 (tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Výkony	1 367 793	1 424 118	1 499 873	1 582 386	1 683 493
Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	1 367 793	1 424 118	1 499 873	1 582 386	1 683 493
Výkonová spotřeba	962 604	1 002 243	1 055 557	1 113 627	1 184 782
Spotřeba materiálu a energie	18 827	19 602	20 645	21 781	23 172
Služby	943 777	982 641	1 034 912	1 091 846	1 161 610
Přidaná hodnota	405 189	421 874	444 316	468 759	498 711

Zdroj: vlastní zpracování

Osobní náklady jsou součtem mzdových nákladů, nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění, a sociálních nákladů. Podíl **mzdových nákladů** na tržbách v minulosti klesal (v roce 2009 byl podíl 8,28 %), a tak je v budoucnosti uvažován pokles na 8 % z tržeb. Tato hodnota je konstantní po celou dobu predikce. Výše **nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění** je po celou dobu predikce stanovena podílem 34 % ze mzdových nákladů, kdy 25 % tvoří pojistné na sociální zabezpečení a 9 % všeobecné zdravotní pojištění. Pro **sociální náklady** byl spočten průměrný podíl na tržbách v jednotlivých letech, který činí 0,42 %, a tento podíl byl ponechán pro budoucí období v konstantní výši. Přehled predikovaných osobních nákladů podává tabulka 4.6.

Tab. 4.6: Plán osobních nákladů let 2010 až 2014 (tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Osobní náklady	152 407	158 683	167 124	176 318	187 584
Mzdové náklady	109 423	113 929	119 990	126 591	134 679
Náklady na soc. zabezp. a zdrav. poj.	37 204	38 736	40 797	43 041	45 791
Sociální náklady	5 780	6 018	6 338	6 687	7 114

Zdroj: vlastní zpracování

Výše **daní a poplatků** je stanovena na úrovni jejich průměrných hodnot z historie. Hodnota je ponechána v konstantní výši 387 tis. Kč po celé sledované období.

Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku jsou tvořeny součtem změny dlouhodobého majetku (rozvojové investice) v daném roce a podílu na dlouhodobém majetku (obnovovací investice představující samotné odpisy). Tyto obnovovací investice činí 41,63 % z dlouhodobého majetku, což je průměrný podíl, kterého odpisy dosahovaly v minulých letech. Protože **tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu** představovaly zanedbatelný podíl na tržbách v historii, v budoucnu není očekáván žádný prodej tohoto majetku, a je tedy predikována nulová výše těchto tržeb. Obdobně je tomu u **zůstatkové ceny prodaného majetku a materiálu**.

Položka **změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období** je převzata z plánované rozvahy.

U položek **ostatní provozní výnosy a ostatní provozní náklady** je po celou dobu predikce ponechána průměrná hodnota z historie, tedy 2 314 tis. Kč v případě výnosů a 5 481 tis. Kč v případě nákladů.

Provozní výsledek hospodaření je tvořen jednotlivými, výše uvedenými, nákladovými a výnosovými položkami. Přehled jeho hodnot je zachycen v tabulce 4.7.

Tab. 4.7: Vývoj provozního výsledku hospodaření let 2010 až 2014 (tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Provozní výsledek hospodaření	235 831	248 862	262 663	277 615	295 910

Zdroj: vlastní zpracování

Ke stanovení **výnosových úroků** je vypočtena průměrná hodnota této položky v minulých letech, tato průměrná hodnota 6 160 tis. Kč je ponechána po celou dobu predikce v konstantní výši. Stejný způsob je zachován při stanovení **ostatních finančních výnosů**, a to ve výši 5 179 tis. Kč, i u **ostatních finančních nákladů**, kdy hodnota činí 10 207 tis. Kč. **Finanční výsledek hospodaření** pak v jednotlivých letech dosahuje hodnoty 1 132 tis. Kč.

Výsledek hospodaření před zdaněním je tvořen součtem hodnot provozního výsledku hospodaření a finančního výsledku hospodaření. V rámci položky **daně z příjmu za běžnou činnost** byla **splatná daň** vypočtena z výsledku hospodaření před zdaněním, a to ve výši 19 %, kdy sazba představuje sazbu daně z příjmu právnických osob v predikovaném období. Hodnoty jsou zachyceny v tabulce 4.8.

Tab. 4.8: Vývoj výsledku hospodaření před a po zdanění v letech 2010 až 2014 (tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Výsledek hospodaření před zdaněním	236 963	249 994	263 795	278 747	297 042
Daň z příjmu za běžnou činnost	45 023	47 499	50 121	52 962	56 438
Výsledek hospodaření za účetní období	191 940	202 495	213 674	225 785	240 604

Zdroj: vlastní zpracování

Dlouhodobý plán rozvahy

Rozvaha podává přehled o stavu majetku společnosti (strana aktiv) a zdrojích jeho financování (strana pasiv), nejčastěji k poslednímu dni účetního období. Při sestavování rozvahy je nutné dodržet bilanční pravidlo, což znamená, že strana aktiv musí vykazovat shodnou hodnotu se stranou pasiv.

Ve společnosti TNT Express jsou **stálá aktiva**, jejichž doba vázanosti kapitálu je vyšší jednoho roku, tvořena dlouhodobým nehmotným a hmotným majetkem. Položku **dlouhodobý nehmotný majetek** tvoří pouze položka **software**, který je nutný při zpracovávání požadavků a organizaci expresní přepravy zásilek zákazníků. Od roku 2010 je předpokládán každoroční nárůst položky o 10 %.

Položku **dlouhodobého hmotného majetku** tvoří **stavby**, které v posledních dvou sledovaných letech vykazovaly pokles hodnoty. Průměr tohoto poklesu byl 12,88 %, a tak je pro predikované období stanoven pokračující pokles ve výši 13 % v každém roce. Dále jsou součástí **samostatné movité věci**, u kterých je plánován každý rok meziroční růst 8 %. Této hodnoty dosahoval růst samostatných movitých věcí před poklesem, který začal v roce 2008. Tyto movité věci jsou tvořeny především IT vybavením a vybavením prostor společnosti.

Oběžná aktiva, jejichž doba vázanosti je kratší jednoho roku, jsou tvořena krátkodobými pohledávkami, krátkodobým finančním majetkem a časovým rozlišením. V roce 2010 je hodnota **pohledávek z obchodních vztahů** stanovena ve výši průměrné hodnoty těchto pohledávek z minulých let, a od roku 2011 je odhadován meziroční růst 5 %. U **pohledávek za společníky a za účastníky sdružení** je odhadován každoroční nárůst položky o 10 %.

Výše **daňových pohledávek vůči státu** byla ponechána konstantní po celou dobu predikce, a to ve výši průměru minulých let 7 870 tis. Kč. Rovněž hodnota **krátkodobých poskytnutých záloh** je ponechána po celou dobu predikce v konstantní výši 2 244 tis. Kč, kdy částka představuje průměrnou hodnotu minulých let. Stejně tak je tomu i u **jiných pohledávek**, které v predikovaném období činí 1 596 tis. Kč.

Krátkodobý finanční majetek je tvořen položkou peníze a účty v bankách. U obou položek byl zjištěn průměrný podíl na krátkodobém finančním majetku v minulosti. **Účty v bankách** jsou odhadovány ve výši 85,5 % položky krátkodobého finančního majetku, **peníze** pak tvoří zbylých 14,5 % z KFM. Krátkodobý finanční majetek je získán ze zjednodušeného plánovaného výkazu o peněžních tocích, který je součástí přílohy č. 9.

Náklady příštích období jsou odhadovány v konstantní výši shodné s výší posledního známého roku (2009), a to 7 613 tis. Kč. Stejným způsobem byly odhadnuty **příjmy příštích období**, ve výši 135 tis. Kč. Hodnota **časového rozlišení** tak v jednotlivých letech činí 7 748 tis. Kč.

Přehled hodnot nabízí tabulka 4.9.

Tab. 4.9: Odhadovaný vývoj aktiv v letech 2010 až 2014 (tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Aktiva celkem	375 388	397 281	421 129	447 130	475 360
Dlouhodobý majetek	26 848	27 230	27 857	28 718	29 808
Dlouhodobý nehmotný majetek	3 035	3 186	3 346	3 513	3 688
Dlouhodobý hmotný majetek	23 813	24 044	24 511	25 205	26 119
Oběžná aktiva	340 793	362 302	385 524	410 664	437 804
Krátkodobé pohledávky	296 179	316 507	338 462	362 187	387 836
Krátkodobý finanční majetek	44 614	45 795	47 062	48 477	49 968
Časové rozlišení	7 748	7 748	7 748	7 748	7 748

Zdroj: vlastní zpracování

Ve společnosti TNT Express jsou **celková pasiva** tvořena vlastním kapitálem, cizími zdroji a časovým rozlišením. **Vlastní kapitál** je tvořen **základním kapitálem**, který svou výší navazuje na hodnoty historické, a zůstává neměnný ve výši 100 tis. Kč. Neměnné hodnoty ve výši 40 tis. Kč dosahuje také zákonný rezervní fond. **Výsledek hospodaření minulých let** je tvořen položkou nerozděleného zisku minulých let. Jeho výše se odvíjí dle rozhodování jediného vlastníka o způsobu rozdělení zisku minulých let. Výše vyplacených podílů na zisku tak v jednotlivých letech ovlivňuje výši výsledku hospodaření minulých let. Hodnoty těchto vyplacených podílů jsou od roku 2010 v následujících výších: 215 000 tis. Kč, 190 000 tis. Kč, 200 000 tis. Kč, 210 800 tis. Kč, 224 300 tis. Kč. **Výsledek hospodaření běžného účetního období** je převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty.

Výše **rezerv** je opět dána jedinou položkou, a to **ostatními rezervami**. V roce 2010 jsou stanoveny ve výši průměrné hodnoty předchozích let, která činí 4 013 tis. Kč. V následujících letech je předpokládáno čerpání rezerv, a tedy snižování položky každý rok o 10 %. **Dlouhodobé závazky** jsou tvořeny položkou **odloženého daňového závazku**, jehož hodnota je ponechána v predikovaném období ve výši 387 tis. Kč, které bylo dosaženo v roce 2009.

Závazky z obchodních vztahů vykazovaly v minulosti rostoucí trend, který je dodržen i v predikovaných letech 2010 až 2014. Mezi lety 2008 a 2009 položka vykazovala meziroční růst 3,23 %, od roku 2010 je odhadováno meziroční tempo růstu 4 % po celou dobu predikce. Při stanovení výše **závazků k zaměstnancům** jsou nejdříve vypočtena tempa růstu

v jednotlivých letech minulosti. Vážený průměr těchto temp, který činí 14,21 %, pak odpovídá meziročnímu tempu růstu v predikovaném období. Průměrné tempo růstu je zjišťováno také u **závazků ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění**. Toto průměrné tempo růstu, které činí 4,41 %, představuje meziroční tempo růstu hodnot položky v predikci. Průměrné tempo růstu je zjištěno také u položky **stát – daňové závazky a dotace**, kdy ve výši 4,83 % opět představuje meziroční tempo růstu v letech 2010 až 2014. **Krátkodobé přijaté zálohy** jsou ponechány po celou dobu predikce konstantní ve výši 27 tis. Kč, což představuje průměr hodnot minulých let. U **dohadných účtů pasivních** bylo zjištěno průměrné tempo růstu minulých let ve výši 8,77 %, a tak je v budoucnu odhadováno meziroční tempo růstu ve výši 9 %. Hodnota **jiných závazků** je ponechána v konstantní výši 2 124 tis. Kč po celou dobu predikce, což je hodnota dosažená v roce 2009.

Časové rozlišení je tvořeno jedinou položkou **výdajů příštích období**, která je po celou dobu odhadována v konstantní výši 7 747 tis. Kč (stav na konci roku 2009).

Vybrané plánované hodnoty jsou zachyceny v tabulce 4.10, v příloze č. 10 je pak zachycena celková plánovaná rozvaha.

Tab. 4.10: Odhadovaný vývoj pasiv v letech 2010 až 2014 (tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
Pasiva celkem	375 388	397 281	421 129	447 130	475 360
Vlastní kapitál	199 787	212 282	225 956	240 941	257 245
Výsledek hospodaření minulých let	7 707	9 647	12 142	15 016	16 501
Cizí zdroje	167 854	177 252	187 426	198 441	210 367
Rezervy	4 013	3 612	3 251	2 926	2 633
Krátkodobé závazky	163 454	173 253	183 789	195 129	207 347
Časové rozlišení	7 747	7 747	7 747	7 747	7 747

Zdroj: vlastní zpracování

4.2 Ocenění společnosti výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků DCF-Entity

Jak bylo zmíněno v úvodu kapitoly, společnost je oceněna výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků DCF-Entity. Protože se jedná o nezadluženou společnost, výsledná hodnota společnosti je v tomto případě shodná s hodnotou, která by byla stanovena dle metody DCF-Equity, používanou k ocenění pouze vlastního kapitálu. Veškeré volné peněžní toky (FCFF) generované z činnosti podniku tak plynou vlastníkům podniku. Při ocenění je použita dvoufázová metoda. Horizont trvání první fáze je stanoven o délce 4 let, od roku 2010 do roku 2013, u druhé fáze se předpokládá počátek v roce 2014 s trváním donekonečna.

V rámci podkapitoly bude provedena analýza citlivosti, vyjadřující vliv změny vstupního parametru na výslednou hodnotu podniku, a to na dvou úrovních. U první úrovně se předpokládá, že průběh první fáze je lépe predikovatelný, a tak v této fázi nedojde k žádným změnám. Naopak druhou fázi je obtížné odhadnout, a tak je bráno v úvahu, že ke změnám vstupních parametrů dojde právě od roku 2014 a výše.

Druhá úroveň pracuje s předpokladem, že dojde ke změnám vstupních parametrů v obou fázích oceňování, tedy vstupní parametry budou změněny ve všech letech. Změna hodnoty podniku je vyvolána působením změny vstupních parametrů na pokračující hodnotu.

4.2.1 Stanovení volných peněžních toků a nákladů kapitálu

Položky potřebné ke stanovení volných peněžních toků (FCFF) jsou získány z finančního plánu, který je zachycen v přílohách č. 8 až 10. K jejich stanovení je použit vzorec (2.58). Přehled výpočtu je zachycen v následující tabulce 4.11.

Tab. 4.11: Stanovení volných peněžních toků let 2010 až 2014 (tis. Kč)

	1. fáze				2. fáze
	2010	2011	2012	2013	2014
Čistý zisk (EAT)	191 940	202 495	213 674	225 785	240 604
Odpisy	11 124	11 176	11 336	11 597	11 955
Δ ČPK	-20 914	11 711	12 686	13 799	14 922
Zdaněné úroky	0	0	0	0	0
Investice	11 250	11 559	11 962	12 458	13 045
FCFF	212 727	190 401	200 361	211 125	224 593

Zdroj: vlastní zpracování

Ke stanovení hodnoty podniku je nutné odhadované budoucí výnosy, ze kterých výnosové metody vycházejí, diskontovat. Diskontní faktor v tomto případě představují náklady kapitálu WACC, pomocí nichž je vyjádřena současná hodnota budoucích výnosů a od nich pak výsledná hodnota podniku.

Ke stanovení nákladů kapitálu je použit stavebnicový model, který je při analýze jednotlivých odvětví využíván Ministerstvem průmyslu a obchodu. K propočtu nákladů kapitálu je tedy nutné nejdříve vyjádřit výši jednotlivých rizikových přírážek.

Bezriziková přírážka R_F , za kterou jsou považovány výnosy z bezrizikových cenných papírů (státních pokladničních poukázek, dlouhodobých státních dluhopisů) byla použita z finanční analýzy podnikové sféry za rok 2009, vypracované Ministerstvem průmyslu a obchodu. Přírážka byla ponechána konstantní pro celé budoucí období ve výši 4,67 %.

Při stanovení **rizikové přírážky za velikost podniku R_{LA}** je nutné znát velikost úplatných zdrojů, které jsou tvořeny součtem vlastního kapitálu, bankovních úvěrů a obligací. Protože je TNT Express nezadluženou společností, směrodatná je při výpočtu výše vlastního kapitálu. Ten je v jednotlivých letech vyšší než 0,1 mld. Kč. Propočet rizikové přírážky dle vztahu (2.72) je zachycen v tabulce 4.12.

Tab. 4.12: Propočet rizikové přírážky R_{LA}

	Hodnota	2010	2011	2012	2013	2014
UZ	tis. Kč	199 787	212 282	225 956	240 941	257 245
R_{LA}	%	4,66	4,62	4,58	4,53	4,47

Zdroj: vlastní zpracování

Jak bylo zmíněno v teoretické části, **riziková přírážka za produkční sílu $R_{podnikatelské}$** je závislá na ukazateli rentability aktiv (ROA). Tento ukazatel je porovnáván s ukazatelem $X1$, který vyjadřuje nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem. Dle podmínek uvedených v teoretické části, kdy v jednotlivých letech je ukazatel ROA (EBIT/A) větší než ukazatel $X1$, je hodnota rizikové přírážky stanovena v minimální výši $R_{podnikatelskéodvětví}$. Hodnota $R_{podnikatelské}$ 6,41 % byla opět získána z finanční analýzy podnikové sféry za rok 2009. Propočet položek dle vztahu (2.73) je zachycen v tabulce 4.13.

Tab. 4.13: Propočet rizikové přírážky $R_{podnikatelské}$

	Hodnota	2010	2011	2012	2013	2014
EBT	tis. Kč	236 963	249 994	263 795	278 747	297 042
Aktiva	tis. Kč	375 388	397 281	421 129	447 130	475 360
EBT/Aktiva	%	63,12	62,93	62,64	62,34	62,49
Úplatné zdroje (UZ)	tis. Kč	199 787	212 282	225 956	240 941	257 245
Úroková míra (UM)	tis. Kč	0	0	0	0	0
Nákladové úroky	tis. Kč	0	0	0	0	0
Bankovní úvěry	tis. Kč	0	0	0	0	0
X1	tis. Kč	0	0	0	0	0
$R_{podnikatelské}$	%	6,41	6,41	6,41	6,41	6,41

Zdroj: vlastní zpracování

Pro **rizikovou přírážku finanční stability na bázi likvidity $R_{finstab}$** je klíčový ukazatel celkové likvidity $L3$, vedle kterého jsou stanoveny také mezní hodnoty likvidity $XL1$ a $XL2$. Protože se vypočtená hodnota ukazatele $L3$, stanovená dle vztahu (2.75), pohybuje mezi stanovenými mezními hodnotami, byla riziková přírážka stanovena příslušným propočtem (2.76), který je zachycen v tabulce 4.14.

Tab. 4.14: Propočet rizikové přírážky $R_{finstab}$

	Hodnota	2010	2011	2012	2013	2014
Oběžná aktiva	tis. Kč	340 793	362 302	385 524	410 664	437 804
Kr. závazky a bankovní úvěry	tis. Kč	163 454	173 253	183 789	195 129	207 347
L3	-	2,08	2,09	2,10	2,10	2,11
XL2	-	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
XL1	-	1	1	1	1	1
$R_{finstab}$	%	0,77	0,74	0,72	0,70	0,67

Zdroj: vlastní zpracování

Výši jednotlivých přírážek a hodnotu nákladů celkového kapitálu nezadlužené firmy zachycuje tabulka 4.15.

Tab. 4.15: Rizikové přírážky a náklady celkového kapitálu let 2009 až 2014

	Výchozí rok	1. fáze				2. fáze
	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Bezriziková sazba R_F	4,67 %	4,67 %	4,67 %	4,67 %	4,67 %	4,67 %
- za velikost podniku R_{LA}	4,59 %	4,66 %	4,62 %	4,58 %	4,53 %	4,47 %
- za produkční sílu $R_{podnikatelské}$	6,41 %	6,41 %	6,41 %	6,41 %	6,41 %	6,41 %
- za finanční stabilitu $R_{finstab}$	0,21 %	0,77 %	0,74 %	0,72 %	0,70 %	0,67 %
WACC	15,87 %	16,51 %	16,44 %	16,37 %	16,30 %	16,22 %

Zdroj: vlastní zpracování

Náklady celkového kapitálu nezadlužené společnosti WACC jsou současně náklady vlastního kapitálu (R_E).

4.2.2 Stanovení hodnoty společnosti metodou DCF-Entity

Ke stanovení hodnoty společnosti TNT Express bylo nutné zjistit výši volných peněžních toků FCFF dle vzorce (2.58) a náklady celkového kapitálu WACC dle vzorce (2.69). Nyní jsou zjištěné náklady kapitálu použity jako diskontní faktor ke zjištění diskontovaných peněžních toků. Hodnota podniku v první fázi je zjištěna použitím vzorce (2.47), následně je vyčíslena pokračující hodnota dle vzorce (2.49) a hodnota podniku v druhé fázi pomocí vzorce (2.48). Celková hodnota podniku je tvořena součtem zjištěných hodnot první a druhé fáze, což je vyjádřeno vzorcem (2.51). Stanovení hodnoty společnosti je zachyceno v tabulce 4.16.

Tab. 4.16: Ocenění metodou DCF-Entity (tis. Kč)

	1. fáze				2. fáze
	2010	2011	2012	2013	2014
Volné peněžní toky FCFF	212 727	190 401	200 361	211 125	224 593
Náklady kapitálu WACC	16,51 %	16,44 %	16,37 %	16,30 %	16,22 %
Diskontní faktor	0,858 3	0,737 1	0,633 4	0,544 6	
Diskontované FCFF	182 586	140 347	126 908	114 982	
Hodnota 1. fáze	564 823				
Pokračující hodnota	1 384 370				
Hodnota 2. fáze	753 952				
Hodnota podniku	1 318 775				

Zdroj: vlastní zpracování

V první fázi je hodnota společnosti vyčíslena ve výši 564 823 tis. Kč, ve druhé fázi ve výši 753 952 tis. Kč. Celková hodnota vlastního kapitálu společnosti, vyčíslena metodou diskontovaných peněžních toků, činí 1 318 775 tis. Kč.

4.2.3 Analýza citlivosti při změně vstupních parametrů ve 2. fázi

Analýzou citlivosti je zkoumán vliv změny vstupních parametrů na výslednou hodnotu podniku. Prvním parametrem, jehož vliv na změnu hodnoty podniku je zkoumán, jsou tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Změny těchto tržeb jsou provedeny v hodnotách (α) -6 %, -4 %, -2 %, 2 %, 4 % a 6 % vůči původní předpokládané hodnotě tržeb v druhé fázi ocenění podniku, tedy v roce 2014. Změnou tržeb je vyvolána především změna volných peněžních toků, které jsou při ocenění metodou DCF-Entity klíčové. Změna volných peněžních toků pak přímo působí na pokračující hodnotu, která je stěžejním parametrem při výpočtu hodnoty v druhé fázi.

Změnu tržeb a její vliv na výslednou hodnotu podniku zaznamenává tabulka 4.17.

Tab. 4.17: Analýza citlivosti hodnoty podniku při změně tržeb v druhé fázi (tis. Kč)

změna α	-6 %	-4 %	-2 %	0 %	2 %	4 %	6 %
Tržby	1 582 484	1 616 153	1 649 823	1 683 493	1 717 163	1 750 833	1 784 503
FCFF*	209 472	214 512	219 552	224 593	229 633	234 673	239 713
Hodnota podniku	1 268 015	1 284 936	1 301 855	1 318 775	1 335 696	1 352 616	1 369 536
Změna hodnoty	-3,85 %	-2,57 %	-1,28 %	0,00 %	1,28 %	2,57 %	3,85 %

Zdroj: vlastní zpracování

*Volné peněžní toky po změně tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb

Z tabulky je patrné, že při snížení tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, kterou je vyvolána změna volných peněžních toků, o 6 %, dojde ke snížení hodnoty podniku o 3,85 %. Naopak, při zvýšení tržeb o 6 % vykazuje hodnota podniku zvýšení zrcadlově o 3,85 %.

Druhým faktorem majícím vliv na hodnotu podniku, a jehož změna je v citlivostní analýze zkoumána, jsou náklady vlastního kapitálu WACC (neboť se jedná o nezádluženou společnost). Stejně jako u volných peněžních toků, které byly ovlivněny změnou tržeb za vlastní výrobky a služby, existuje i u nákladů kapitálu řada dílčích vstupních parametrů, které mají na jejich výši vliv. Stanovení změn těchto dílčích parametrů je však problematické, a tak je provedena změna nákladů kapitálu komplexně. Změnu pokračující hodnoty, která je změnou nákladů kapitálu vyvolána, lze vyjádřit vztahem

$$PH_{\alpha} = \frac{FCFF}{WACC \cdot (1 + \alpha)} \quad (4.1)$$

Změna nákladů kapitálu WACC a změna hodnoty podniku vyvolaná změnou těchto nákladů je zachycena v tabulce 4.18.

Tab. 4.18: Analýza citlivosti hodnoty podniku při změně nákladů kapitálu v druhé fázi (tis. Kč)

změna α	-6 %	-4 %	-2 %	0 %	2 %	4 %	6 %
WACC	15,25 %	15,58 %	15,90 %	16,22 %	16,55 %	16,87 %	17,20 %
Hodnota podniku	1 366 900	1 350 190	1 334 162	1 318 775	1 303 992	1 289 777	1 276 099
Změna hodnoty	3,65 %	2,38 %	1,17 %	0,00 %	-1,12 %	-2,20 %	-3,24 %

Zdroj: vlastní zpracování

Pro zvýšení hodnoty podniku je příznivé snížení nákladů kapitálu WACC, jak dokazuje i tabulka 5.3. Při snížení nákladů kapitálu o 6 % dojde k růstu hodnoty podniku o 3,65 %, a naopak při zvýšení těchto nákladů hodnota podniku klesne o 3,24 %.

4.2.4 Analýza citlivosti při změně vstupních parametrů v obou fázích

Jak bylo uvedeno výše, nyní se předpokládá změna vstupních parametrů ve všech predikovaných letech, tedy letech 2010 až 2014. I nyní je provedena citlivostní analýza změny hodnoty podniku při změně tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb a při změně nákladů kapitálu. Postup výpočtu je shodný s postupem zjišťování těchto změn při změně vstupních parametrů pouze v druhé fázi.

Vliv změny tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb v obou fázích je zachycen v tabulce 4.19.

Tab. 4.19: Analýza citlivosti hodnoty podniku při změně tržeb v obou fázích (tis. Kč)

změna α	-6 %	-4 %	-2 %	0 %	2 %	4 %	6 %
Tržby 2010	1 285 725	1 313 081	1 340 437	1 367 793	1 395 149	1 422 504	1 449 860
Tržby 2011	1 338 671	1 367 153	1 395 635	1 424 118	1 452 600	1 481 082	1 509 565
Tržby 2012	1 409 880	1 439 878	1 469 875	1 499 873	1 529 870	1 559 868	1 589 865
Tržby 2013	1 487 443	1 519 091	1 550 738	1 582 386	1 614 034	1 645 682	1 677 329
Tržby 2014	1 582 484	1 616 153	1 649 823	1 683 493	1 717 163	1 750 833	1 784 503
Hodnota podniku	1 231 769	1 260 771	1 289 773	1 318 775	1 347 778	1 376 780	1 405 782
Změna hodnoty	-6,60 %	-4,40 %	-2,20 %	0,00 %	2,20 %	4,40 %	6,60 %

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky je patrné, že při snížení tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb o 6 % dojde ke snížení hodnoty podniku o 6,60 %. Naopak při zvýšení těchto tržeb o 6 % dojde k zrcadlovému nárůstu hodnoty podniku o 6,60 %. Je tedy zřejmé, že hodnota podniku se vždy změní o vyšší procento, než o jaké se změní tržby.

Změna nákladů kapitálu v letech 2010 až 2014 a její vliv na změnu hodnoty společnosti je obsahem tabulky 4.20.

Tab. 4.20: Analýza citlivosti hodnoty podniku při změně nákladů kapitálu v obou fázích (tis. Kč)

změna α	-6 %	-4 %	-2 %	0 %	2 %	4 %	6 %
WACC 2010	15,52 %	15,85 %	16,18 %	16,51 %	16,84 %	17,17 %	17,50 %
WACC 2011	15,46 %	15,79 %	16,11 %	16,44 %	16,77 %	17,10 %	17,43 %
WACC 2012	15,39 %	15,72 %	16,05 %	16,37 %	16,70 %	17,03 %	17,36 %
WACC 2013	15,32 %	15,65 %	15,97 %	16,30 %	16,63 %	16,95 %	17,28 %
WACC 2014	15,25 %	15,57 %	15,90 %	16,22 %	16,55 %	16,87 %	17,20 %
Hodnota podniku	1 405 847	1 375 600	1 346 601	1 318 775	1 292 053	1 266 370	1 241 668
Změna hodnoty	6,60 %	4,31 %	2,11 %	0,00 %	-2,03 %	-3,97 %	-5,85 %

Zdroj: vlastní zpracování

Snížení nákladů kapitálu například o 4 % vyvolá zvýšení výsledné hodnoty společnosti o 4,31 %. Opačně zvýšení těchto nákladů například o 2 % má za následek snížení hodnoty podniku o 2,03 %. Stále platí, že pro podnik a jeho hodnotu je výhodnější optimistický scénář poklesu nákladů kapitálu.

4.3 Ocenění společnosti výnosovou metodou kapitalizovaných zisků

Metodou kapitalizovaných zisků je oceněn vlastní kapitál podniku, tedy jedná se o tzv. metodu „netto“, nebo také „equity“. Stanovení hodnoty touto metodou je možné provést ve dvou variantách, a to analytickou a paušální metodou. Společnost TNT Express Worldwide, spol. s r. o. je oceněna oběma variantami.

4.3.1 Ocenění společnosti analytickou metodou

Metoda je považována za obdobu metody diskontovaných peněžních toků. Na rozdíl od ní však analytická metoda vychází z upravených budoucích výsledků hospodaření. Potřebné položky jsou získány z finančního plánu.

Protože ve sledovaném období let 2010 až 2014 nejsou predikovány žádné výnosy a náklady mimořádného charakteru, o které by byl výsledek hospodaření upraven, lze za upravený budoucí výsledek jednotlivých let považovat rovnou výsledek hospodaření (čistý zisk). Tyto výsledky hospodaření, získané z finančního plánu, jsou diskontovány náklady vlastního kapitálu WACC, známé již z výpočtu u metody diskontovaných peněžních toků. Hodnota vlastního kapitálu je vyčíslena pomocí vzorce (2.25). Stanovení hodnoty je zachyceno v tabulce 4.21.

Tab. 4.21: Ocenění podniku analytickou metodou kapitalizovaných zisků (tis. Kč)

	1. fáze				2. fáze
	2010	2011	2012	2013	2014
Výsledek hospodaření před zdaněním	236 963	249 994	263 795	278 747	297 042
Sazba daně (%)	19,00	19,00	19,00	19,00	19,00
Daň	45 023	47 499	50 121	52 962	56 438
Výsledek hospodaření po zdanění	191 940	202 495	213 674	225 785	240 604
Náklady vlastního kapitálu WACC (%)	16,51	16,44	16,37	16,30	16,22
Diskontní faktor	0,858 3	0,737 1	0,633 4	0,544 6	
Diskontovaný výsledek hospodaření	164 745	149 261	135 340	122 967	
Hodnota 1. fáze	572 312				
Pokračující hodnota	1 483 063				
Hodnota 2. fáze	807 702				
Výsledná hodnota	1 380 015				

Zdroj: vlastní zpracování

V první fázi, tedy v letech 2010 až 2013, byla hodnota vypočtena ve výši 572 312 tis. Kč. Pokračující hodnota činí 1 483 063 tis. Kč. Hodnota ve druhé fázi, začínající rokem 2014 a pokračující donekonečna, činí 807 702 tis. Kč. Výsledná hodnota společnosti stanovená analytickou metodou kapitalizovaných zisků činí 1 380 015 tis. Kč.

4.3.2 Analýza citlivosti při změně vstupních parametrů v druhé fázi

Stejně jako u analýzy citlivosti metody diskontovaných peněžních toků je i u analytické metody zkoumána změna hodnoty podniku v důsledku změny tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb a změny nákladů kapitálu WACC.

V případě kapitalizovaných zisků je změna tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb významná proto, že vyvolává změnu výsledku hospodaření před zdaněním

(a následně změnu upraveného výsledku hospodaření), ze kterého metoda vychází. Změna tržeb byla provedena na stejných úrovních α jako u metody diskontovaných peněžních toků.

Nové hodnoty jsou zachyceny v tabulce 4.22.

Tab. 4.22: Analýza citlivosti hodnoty podniku při změně tržeb v druhé fázi (tis. Kč)

změna α	-6 %	-4 %	-2 %	0 %	2 %	4 %	6 %
Tržby	1 582 484	1 616 153	1 649 823	1 683 493	1 717 163	1 750 833	1 784 503
Udržitelný zisk*	225 483	230 524	235 564	240 604	245 644	250 685	255 725
Hodnota podniku	1 329 255	1 346 175	1 363 095	1 380 015	1 396 935	1 413 855	1 430 775
Změna hodnoty	-3,68 %	-2,45 %	-1,23 %	0,00 %	1,23 %	2,45 %	3,68 %

Zdroj: vlastní zpracování

* Udržitelný zisk po změně tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb

Při snížení tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb o 6 % dojde ke snížení hodnoty společnosti o 3,68 %, zrcadlově při zvýšení těchto tržeb o 6 % hodnota společnosti o 3,68 % vzroste.

Při změně nákladů kapitálu WACC dojde ke změně pokračující hodnoty, tudíž stanovení pokračující hodnoty je obdobné jako v případě vztahu (4.1), avšak namísto volných peněžních toků je dosazen upravený udržitelný zisk. Změny nákladu kapitálu a změny hodnoty podniku jsou obsahem tabulky 4.23.

Tab. 4.23: Analýza citlivosti hodnoty podniku při změně nákladů kapitálu v druhé fázi (tis. Kč)

změna α	-6 %	-4 %	-2 %	0 %	2 %	4 %	6 %
WACC	15,25 %	15,58 %	15,90 %	16,22 %	16,55 %	16,87 %	17,20 %
Hodnota podniku	1 431 570	1 413 669	1 396 499	1 380 015	1 364 177	1 348 949	1 334 296
Změna hodnoty	3,74 %	2,44 %	1,19 %	0,00 %	-1,15 %	-2,25 %	-3,31 %

Zdroj: vlastní zpracování

Snížení nákladů kapitálu o 6 % vyvolá zvýšení hodnoty podniku o 3,74 %, a naopak zvýšení těchto nákladů povede k poklesu hodnoty společnosti o 3,31 %.

4.3.3 Analýza citlivosti při změně vstupních parametrů v obou fázích

Opět je uvažováno o změně tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb a změně nákladů kapitálu, avšak ve všech predikovaných letech, tedy v období let 2010 až 2014. Následující tabulka 4.24 obsahuje vliv změny tržeb na změnu výsledné hodnoty společnosti.

Tab. 4.24: Analýza citlivosti hodnoty podniku při změně tržeb v obou fázích (tis. Kč)

změna α	-6 %	-4 %	-2 %	0 %	2 %	4 %	6 %
Tržby 2010	1 285 725	1 313 081	1 340 437	1 367 793	1 395 149	1 422 504	1 449 860
Tržby 2011	1 338 671	1 367 153	1 395 635	1 424 118	1 452 600	1 481 082	1 509 565
Tržby 2012	1 409 880	1 439 878	1 469 875	1 499 873	1 529 870	1 559 868	1 589 865
Tržby 2013	1 487 443	1 519 091	1 550 738	1 582 386	1 614 034	1 645 682	1 677 329
Tržby 2014	1 582 484	1 616 153	1 649 823	1 683 493	1 717 163	1 750 833	1 784 503
Hodnota podniku	1 293 009	1 322 011	1 351 013	1 380 015	1 409 017	1 438 019	1 467 021
Změna hodnoty	-6,30 %	-4,20 %	-2,10 %	0,00 %	2,10 %	4,20 %	6,30 %

Zdroj: vlastní zpracování

Opět je zřejmé, že při změnách tržeb o určité procento dochází k vyšší změně výsledné hodnoty podniku. Při změně tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb například o $\pm 4 \%$ dojde ke změně hodnoty podniku o $\pm 4,20 \%$.

Změny hodnot společnosti v důsledku změn nákladů kapitálu jsou uvedeny v tabulce 4.25.

Tab. 4.25: Analýza citlivosti hodnoty podniku při změně nákladů kapitálu v obou fázích (tis. Kč)

změna α	-6 %	-4 %	-2 %	0 %	2 %	4 %	6 %
WACC 2010	15,52 %	15,85 %	16,18 %	16,51 %	16,84 %	17,17 %	17,50 %
WACC 2011	15,46 %	15,79 %	16,11 %	16,44 %	16,77 %	17,10 %	17,43 %
WACC 2012	15,39 %	15,72 %	16,05 %	16,37 %	16,70 %	17,03 %	17,36 %
WACC 2013	15,32 %	15,65 %	15,97 %	16,30 %	16,63 %	16,95 %	17,28 %
WACC 2014	15,25 %	15,57 %	15,90 %	16,22 %	16,55 %	16,87 %	17,20 %
Hodnota podniku	1 472 987	1 440 687	1 409 723	1 380 015	1 351 488	1 324 075	1 297 711
Změna hodnoty	6,74 %	4,40 %	2,15 %	0,00 %	-2,07 %	-4,05 %	-5,96 %

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky je zřejmé, že snížení nákladů kapitálu například o 4 % vyvolá protichůdné zvýšení hodnoty společnosti o 4,40 %. Zvýšení nákladů kapitálu však vyvolá snížení hodnoty podniku pouze o 4,05 %.

4.3.4 Ocenění společnosti paušální metodou

Metoda vychází z upravených výsledků hospodaření, neboli trvale udržitelného zisku. Tím je účetní zisk upravený o určité položky. Mezi tyto úpravy patří například úprava odpisů o reálné opotřebení, vyloučení skrytých rezerv, mimořádné výnosy a náklady přechodného charakteru či nesouvisející s hlavní činností podniku. Trvale udržitelný zisk je tedy tvořen z rozdílu účetně chápaných (upravených) výnosů a nákladů. Metoda vychází z historických údajů sledovaného období a předpokládá se, že podnik bude v budoucnosti dosahovat alespoň takových výnosů, kterých dosahoval v minulosti. Hodnota je stanovena pomocí vzorce (2.28).

Výsledek hospodaření je tedy upraven o odpisy, finanční výnosy, tržby z prodeje dlouhodobého majetku a zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku. Společnost v minulých letech nevykazovala žádné mimořádné výnosy ani náklady. Takto upravený výsledek hospodaření je dále upraven o inflaci, neboť se u paušální metody předpokládá vyčíslení hodnoty ve stálých cenách. K této úpravě je použit cenový index řetězový, kdy je inflace navýšena o 100, a následně cenový index bázičský, který je vztažen k aktuálnímu roku, tedy k roku 2009. Tímto je výsledek hospodaření přepočítán na ceny k okamžiku ocenění.

Propoččet upraveného výsledku hospodaření je zachycen v tabulce 4.26.

Tab. 4.26: Výpočet trvalého čistého výnosu (tis. Kč)

		2006	2007	2008	2009
	Výsledek hospodaření před zdaněním	324 789	301 363	297 012	237 722
(+)	Odpisy	13 120	15 094	14 197	11 501
(-)	Finanční výnosy	6 187	16 673	14 927	7 570
(-)	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	27	55	2	0
(+)	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	120	57	0	15
	Upravený výsledek hospodaření (UVH) před odpisy	331 815	299 786	296 280	241 668
	Inflace (%)	2,500 0	2,800 0	6,300 0	1,000 0
	Cenový index řetězový	1,025 0	1,028 0	1,063 0	1,010 0
	Cenový index bázičský vztažený k roku 2009	0,906 1	0,931 4	0,990 1	1,000 0
	UVH upravený o inflaci (UVH/bázičský index)	366 221	321 859	299 243	241 668
	Váhy	1	2	3	4
	Trvale udržitelný čistý výnos · váhy	366 221	643 718	897 728	966 672

Zdroj: vlastní zpracování

Upraveným výsledkům hospodaření upravených o inflaci jsou přiřazeny váhy dle jejich časové vzdálenosti. Roku nejvíce vzdálenému je přiřazena váha nejnižší, nejaktuálnějším údajům váha nejvyšší. Trvale udržitelný zisk před odpisy je stanoven dle vztahu (2.27) ve výši váženého průměru upravených výsledků hospodaření upravených o inflaci, jeho výše činí 287 434 tis. Kč. Společnost je oceňována k 1. lednu 2010, a tak je upravený výsledek hospodaření upraven o údaje roku 2009. Od tohoto upraveného výsledku hospodaření, neboli trvale udržitelného čistého výnosu, jsou odečteny odpisy, následně je udržitelný zisk zdaněn 20%ní sazbou platnou v roce 2009. K diskontování jsou použity náklady kapitálu snížené o odhad dlouhodobé inflace. Hodnota vlastního kapitálu je zjištěna pomocí vztahu (2.28).

Stanovení hodnoty vlastního kapitálu je uvedeno v tabulce 4.27.

Tab. 4.27: Stanovení hodnoty vlastního kapitálu dle paušální metody kapitalizovaných zisků (tis. Kč)

Trvale udržitelný čistý zisk před odpisy	287 434
Odpisy	11 501
Trvale udržitelný čistý zisk před daní	275 933
Daň (20 %)	55 187
Trvale udržitelný čistý zisk po dani	220 746
Náklady vlastního kapitálu (%)	15,87
Odhad dlouhodobé inflace (%)	1,50
Kalkulovaná úroková míra (%)	14,37
Hodnota vlastního kapitálu	1 535 976

Zdroj: vlastní zpracování

Paušální metodou kapitalizovaných zisků byla zjištěna hodnota vlastního kapitálu ve výši 1 535 976 tis. Kč.

5 Zhodnocení zjištěných hodnot

K ocenění společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o. byly použity výnosové metody. Z metod diskontovaných peněžních toků byla společnost oceněna variantou DCF-Entity (neboť je oceňována nezadlužená společnost), která vyjadřuje tržní hodnotu celkového kapitálu. Druhou výnosovou metodou, kterou byla společnost oceněna, je metoda kapitalizovaných zisků. Metoda je považována za metodu „netto“, neboť je zjišťována hodnota vlastního kapitálu. Společnost byla oceněna oběma možnými variantami, a to analytickou i paušální metodou. Zjištěné hodnoty jsou porovnány mezi sebou, a zároveň s hodnotou vlastního kapitálu a celkových aktiv vykazovanou v účetních výkazech ke dni 31. prosince 2009.

Metodou DCF-Entity, která při stanovení hodnoty společnosti vychází z finančního plánu a predikovaných peněžních toků, byla hodnota podniku vyčíslena ke dni 1. ledna 2010 ve výši 1 318 775 tis. Kč. Hodnota celkových aktiv vykázaná v účetnictví ke dni 31. prosince 2009 je 387 061 tis. Kč. Rozdíl mezi hodnotami činí 931 714 tis. Kč.

Analytickou metodou, v rámci metody kapitalizovaných zisků, byla vyčíslena hodnota vlastního kapitálu společnosti ve výši 1 380 015 tis. Kč. Analytická metoda stanovení hodnoty vlastního kapitálu vychází z upravených budoucích výsledků hospodaření. Hodnota vlastního kapitálu dle této metody je vyšší než účetně vykazovaná hodnota o 1 157 168 tis. Kč.

Rovněž paušální metoda využívá ke stanovení vlastního kapitálu společnosti její výsledky hospodaření. Na rozdíl od metody analytické však nevychází z finančního plánu a predikce těchto výsledků hospodaření, avšak jsou upravovány výsledky hospodaření z historie. Hodnota vlastního kapitálu vypočtená paušální metodou činí 1 535 976 tis. Kč, a je o 1 313 129 tis. Kč vyšší než hodnota vykazovaná v účetnictví.

Hodnoty vlastního kapitálu vypočtené jednotlivými metodami jsou zachyceny v tabulce 5.1.

Tab. 5.1: Výsledné hodnoty podniku dle jednotlivých metod (tis. Kč)

	Účetní hodnota	DCF-Entity	Analytická metoda	Paušální metoda
Hodnota celkových aktiv	387 061	1 318 775	-	-
Hodnota vlastního kapitálu	222 847	-	1 380 015	1 535 976

Zdroj: vlastní zpracování

Jak bylo uvedeno výše, analytická metoda vychází z predikovaných upravených výsledků hospodaření, oproti tomu metoda DCF-Entity z diskontovaných peněžních toků.

Hodnoty udržitelného zisku, se kterými pracuje analytická metoda, jsou oproti volným peněžním tokům, potřebných u metody DCF-Entity, nižší jen v prvním roce. V následujících letech jsou hodnoty udržitelného zisku vyšší než hodnoty volných peněžních toků, a to v průměru o necelých 7 %. Hodnota vypočtená analytickou metodou je tak vyšší než hodnota stanovená pomocí diskontovaných peněžních toků, a to přibližně o 5 %

Protože bylo v historii dosahováno vyšších výsledků hospodaření, než jaké jsou predikovány, je výsledná hodnota vlastního kapitálu stanovená paušální metodou vyšší než hodnota vypočtena metodou analytickou. Rozdíl těchto hodnot činí 155 964 tis. Kč.

Po ocenění podniku metodou DCF-Entity a analytickou metodou kapitalizovaných zisků byla u každé z nich provedena analýza citlivosti. Vstupní parametry, kterými byly tržby za prodej vlastních výrobků a služeb a náklady kapitálu, byly změněny o $\pm 6 \%$, $\pm 4 \%$ a $\pm 2 \%$. Jednotlivé intervaly hodnot, ve kterých by se hodnota podniku měla pohybovat, jsou zachyceny v tabulce 5.2. a 5.3 dle jednotlivých metod ocenění.

Tab. 5.2: Intervaly hodnot podniku dle analýzy citlivosti metody DCF-Entity (v tis. Kč)

Měněný parametr	Úroveň změny parametru	Minimální hodnota	Maximální hodnota
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	ve druhé fázi	1 268 016	1 369 536
	v obou fázích	1 231 769	1 405 782
Náklady kapitálu WACC	ve druhé fázi	1 267 099	1 366 900
	v obou fázích	1 241 668	1 405 847

Zdroj: vlastní zpracování

Tab. 5.3: Intervaly hodnot podniku dle analýzy citlivosti analytické metody kapitalizovaných zisků, tis. Kč

Měněný parametr	Úroveň změny parametru	Minimální hodnota	Maximální hodnota
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	ve druhé fázi	1 329 255	1 430 775
	v obou fázích	1 293 009	1 467 021
Náklady kapitálu WACC	ve druhé fázi	1 334 296	1 431 570
	v obou fázích	1 297 711	1 472 987

Zdroj: vlastní zpracování

Pomocí analýzy citlivosti u metody DCF-Entity i analytické metody kapitalizovaných zisků byla nejnižší hranice hodnoty společnosti vyčíslena u poklesu tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb o 6 %. Nejvyšší hranice intervalu byla vyčíslena při poklesu nákladů kapitálu o 6 %. Interval, ve kterém by se hodnota společnosti měla pohybovat, tak byl v kombinaci obou metod vyčíslen v hodnotách (1 231 769; 1 472 987) tis. Kč.

6 Závěr

Cílem diplomové práce bylo ocenění, tedy stanovení hodnoty, expresní zásilkové společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o. k datu 1. ledna 2010. Hodnota podniku byla vyčíslena za použití výnosových metod.

Vedle úvodu a závěru je práce členěna do čtyř částí. První část obsahuje teoretické vymezení podniku a kategorií hodnot. Součástí byl stručný postup při oceňování podniku, a uvedení významu a podoby strategické analýzy. Teoretická část byla rovněž věnována popisu finanční analýzy, pomocí které je možné zhodnotit finanční zdraví podniku. Stěžejní částí byla charakteristika jednotlivých metod oceňování, která umožnila osvojení si postupu při ocenění podniku vybranými metodami. Součástí byl teoretický popis významu citlivostní analýzy.

V druhé části práce byl charakterizován oceňovaný podnik TNT Express Worldwide, spol. s r. o. Součástí byl profil společnosti a její stručná historie. Následně byl popsán vývoj odvětví dopravy a skladování, ve kterém společnost působí. Byla zpracována strategická analýza věnující se základním makroekonomickým ukazatelům a faktorům mikroprostředí. Silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby podniku byly zpracovány ve SWOT analýze. Rovněž byla v této části zpracována finanční analýza společnosti, zahrnující horizontální a vertikální analýzu účetních údajů a analýzu poměrových ukazatelů.

Třetí část byla věnována ocenění společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o. Stěžejním krokem bylo sestavení finančního plánu pro období let 2010 až 2014, což představovalo stanovení prognózy budoucích tržeb a sestavení jednotlivých účetních výkazů, tedy plánu výkazu zisku a ztráty, plánu přehledu o peněžních tocích a plánu rozvahy. K ocenění společnosti byly použity výnosové metody. Ke stanovení hodnoty aplikací metody diskontovaných peněžních toků DCF-Entity bylo nejdříve nutné vyčíslit volné peněžní toky a stavebnicovou metodou náklady kapitálu (v tomto případě, kdy se jednalo o ne zadluženou společnost, náklady vlastního kapitálu). Tato metoda stanovení nákladů kapitálu je využívána Ministerstvem průmyslu a obchodu České republiky. Hodnota společnosti vypočtená metodou DCF-Entity činí 1 318 775 tis. Kč. Při stanovení hodnoty podniku aplikací metody kapitalizovaných zisků byly použity obě možné varianty, a to analytická a paušální metoda. Analytická metoda vychází z upravených predikovaných výsledků hospodaření a výsledná hodnota podniku vyčíslená touto metodou činí 1 380 015 tis. Kč. Jediná z aplikovaných

metod, která nevychází z predikovaného finančního plánu, je paušální metoda. Tato metoda pracuje s historickými účetními daty, a stanovení hodnoty vychází z upravených výsledků hospodaření. Hodnota podniku stanovená touto metodou je vyčíslena ve výši 1 535 976 tis. Kč. Současně byla u metody DCF-Entity a analytické metody provedena analýza citlivosti. Její význam spočívá ve zjištění, k jakým změnám dochází ve výsledné hodnotě podniku, pokud se změní některý ze vstupních parametrů o určité procento. Analýza citlivosti byla provedena při změnách tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb a při změnách nákladů kapitálu. Analýza citlivosti proběhla na dvou úrovních, a to při změně těchto vstupních parametrů pouze ve druhé fázi (od roku 2014 donekonečna) a při jejich změně v obou fázích.

V poslední, čtvrté části byly zhodnoceny a porovnány výsledné hodnoty společnosti. Nejnižší hodnota byla vypočtena dle metody DCF-Entity, nejvyšší dle paušální metody. Tyto hodnoty však není vhodné brát jako závazné, či jediné zcela správné. Princip výnosových metod spočívá v odhadech budoucích tržeb, výsledků hospodaření, peněžních toků a nákladů kapitálu, a tato disciplína není jednoduchá. Jednotlivé položky, na kterých metody staví, jsou odvozeny odhadem dle historického vývoje či vlastní dedukce. Znamená to, že při odlišném způsobu stanovení či odlišném vývoji jednotlivých položek může výsledná hodnota podniku vykazovat odlišné hodnoty.

Seznam literatury

- [1] ARZAC, E. *Valuation for Mergers, Buyouts, and Restructuring*. 1st ed. New York: John Wiley & Sons, 2005. 281 s. ISBN 0-471-64444-7.
- [2] BUSINESS.CENTER.CZ: server o finančnictví [on-line]. Dostupné na internetu: <http://business.center.cz/>
- [3] BUSINESSINFO.CZ: Oficiální portál pro podnikání a export [on-line]. Dostupné na internetu: <http://www.businessinfo.cz/cz/>
- [4] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: centrální banka České republiky [on-line]. Dostupné na internetu: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>
- [5] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: ústřední orgán státní správy České republiky poskytující statistické informace [on-line]. Dostupné na internetu: <http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/home>
- [6] DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
- [7] DLUHOŠOVÁ, D. a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [8] DLUHOŠOVÁ, D. a kol. *Nové přístupy a finanční nástroje ve finančním rozhodování*. Ostrava: VŠB – Technická univerzita Ostrava, 2004. 640 s. ISBN 80-248-0669-X.
- [9] E15.CZ: ekonomický server [on-line]. Dostupné na internetu: <http://www.e15.cz/>
- [10] FINANCE.CZ: server o finančnictví. Dostupné na internetu: <http://www.finance.cz/>
- [11] FIREMNI FINANCE.CZ: server o finančnictví [on-line]. Dostupné na internetu: <http://www.firemnifinance.cz/>
- [12] HBI.CZ: online databáze firem [on-line]. Dostupné na internetu: <http://www.hbi.cz/>
- [13] iDNES.cz: internetové noviny [on-line]. Dostupné na internetu: <http://finance.idnes.cz/>
- [14] JUSTICE.CZ: Oficiální server českého soudnictví. Dostupné na internetu: <http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>
- [15] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. Přepřac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001, 367 s. ISBN 80-7179-259-1.
- [16] KRABEC, T. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 261 s. ISBN 978-80-247-2865-0
- [17] MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody*

- a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [18] MINISTERSTVO FINANCÍ ČR [on-line]. Dostupné na internetu:
<http://www.mfer.cz/cps/rde/xchg/>
- [19] TNT.CZ: oficiální webové stránky společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o.
Dostupné z internetu: http://www.tnt.com/express/cs_cz/site/home.html
- [20] ZMEŠKAL, Z. a kol. *Finanční modely*. Praha: Ekopress, 2004. 236 s. ISBN 80-86119-87-4.

Seznam použitých zkratk

A	aktiva
atp.	a tak podobně
b. c.	běžné ceny
B2B	business-to-business
CO ₂	oxid uhličitý
CZK	česká koruna
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
EAT	čistý zisk
FCF	volné peněžní toky
FCFD	volné peněžní toky pro věřitele
FCFE	volné peněžní toky pro vlastníky
FCFF	volné peněžní toky k celkovému kapitálu
EUR	Euro
HDP	hrubý domácí produkt
Kč	korun českých
KFM	krátkodobý finanční majetek
MFČR	Ministerstvo financí České republiky
mil.	milion
mld.	miliard
např.	například
PDT	průměrné denní tržby
PH	pokračující hodnota
PRIBOR	Prague InterBank Offered Rate
p. b.	procentní bod
R _f	bezriziková přirážka
R _{finstab}	riziková přirážka za finanční stabilitu
R _{LA}	riziková přirážka za velikost podniku
R _{podnikatelské}	riziková přirážka za produkční sílu
ROA	rentabilita aktiv

ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
Sb.	sbírky
spol. s r. o.	společnost s ručením omezeným
s. c.	stálé ceny
tab.	tabulka
tis.	tisíc
USD	americký dolar
VK	vlastní kapitál
WACC	náklady na celkový kapitál
%	procento

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne

.....
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

Seznam příloh

- Příloha č. 1: Přehled služeb společnosti TNT Express Worldwide, spol. s r. o.
- Příloha č. 2: Rozvaha let 2006 až 2009
- Příloha č. 3: Výkaz zisku a ztráty let 2006 až 2009
- Příloha č. 4: Horizontální analýza aktiv a pasiv let 2006 až 2009
- Příloha č. 5: Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty let 2006 až 2009
- Příloha č. 6: Vertikální analýza aktiv a pasiv let 2006 až 2009
- Příloha č. 7: Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty let 2006 až 2009
- Příloha č. 8: Plánovaný výkaz zisku a ztráty let 2010 až 2014
- Příloha č. 9: Plánovaný přehled o peněžních tocích let 2010 až 2014
- Příloha č. 10: Plánovaná rozvaha let 2010 až 2014